



UNIVERSIDADE DO VALE DO TAQUARI - UNIVATES
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE TRÊS AÇÕES LISTADAS NA
BOVESPA E SEUS RETORNOS AO INVESTIDOR**

Maurício Alessandro Malaggi

Lajeado, novembro de 2018

Maurício Alessandro Malaggi

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE TRÊS AÇÕES LISTADAS NA BOVESPA E SEUS RETORNOS AO INVESTIDOR

Monografia apresentada à disciplina de Estágio Supervisionado em Contabilidade II, do curso de Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Taquari - UNIVATES, como parte da exigência para obtenção do título de Bacharel em ciências contábeis.

Orientador: Prof. Me. Ivan Liceu Wenzel

Lajeado, novembro de 2018

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus pela benção da vida, por me presentear com todos aqueles a quem agradecerei em seguida, e por me permitir compartilhar com Ele os dias que foram e os dias que virão.

Agradeço ao meu pai Roque Luiz Malaggi, minha mãe Marinês Peruchini Malaggi e minha irmã Alessandra Malaggi pela base familiar que tenho, que me permitiram chegar aonde estou hoje e que me mostraram os valores que quero levar por toda a minha vida.

À Nini, Bel e Chico, minha família que foi presente da vida, companheiros inigualáveis e merecedores da minha eterna gratidão.

Agradeço também à minha namorada Tamires, pelo apoio incondicional, companheirismo, dedicação, incentivos e por me tornar uma pessoa melhor na minha vida.

Aos meus amigos, companheiros com quem sempre pude contar com o apoio e parceria nas horas boas e ruins.

À Empresa onde trabalho e aos meus colegas de trabalho, pelo aprendizado, crescimento pessoal e profissional.

Ao meu orientador, Prof. Me. Ivan Liceu Wenzel, agradeço pelos ensinamentos e orientação para a conclusão desta monografia.

À todos(as) que, de alguma maneira, contribuíram para a conclusão desta importante fase da minha vida, meu muito obrigado!

RESUMO

O presente estudo aborda a análise das demonstrações contábeis e financeiras de três empresas do setor de tecidos, vestuários e calçados, com capital aberto e listadas na Bovespa, sendo elas a Companhia Guararapes, Cia. Hering e Cia. Renner, e compara o desempenho das empresas com o retorno obtido pelos acionistas que adquiriram ações no mercado aberto no mesmo período. A pesquisa é de natureza exploratória e causal. Foram utilizadas demonstrações financeiras do período de 2013 a 2017, extraídas do *site* da Bovespa, e as cotações do mesmo período, extraídas do site Infomoney, apresentando os resultados ano a ano de 28 indicadores operacionais, de rentabilidade, lucratividade, liquidez e endividamento, sendo um deles um indicador de retorno aos acionistas conforme o objetivo do estudo. Os dados foram tabulados em planilhas eletrônicas para facilitar a análise. Os resultados mostraram que as cotações e o retorno ao investidor têm evolução em linha com seu desempenho operacional, e que a Renner, companhia com as melhores evoluções dos indicadores, proporcionou os melhores retornos aos acionistas no período, indicando, portanto, que a análise fundamentalista serve de base para explicar os retornos obtidos pelos acionistas e para a seleção de ativos.

Palavras-chave: Análise fundamentalista. Demonstrações contábeis e financeiras. Índices.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Estrutura do Balanço Patrimonial	20
Quadro 2 - Demonstração do Resultado do Exercício	23
Quadro 3 - Demonstração dos Fluxos de Caixa.....	25
Quadro 4 - Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados.....	26
Quadro 5 - Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido	27
Quadro 6 - Demonstração do Resultado Abrangente	28
Quadro 7 - Fluxo de Caixa Livre.....	45
Quadro 8 - TRA	94

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Exemplo de análise horizontal.....	30
Tabela 2 – Exemplo de análise vertical.....	31
Tabela 3 - Análise vertical balanço patrimonial Guararapes	56
Tabela 4 - Análise horizontal balanço patrimonial Guararapes	57
Tabela 5 - Análise horizontal demonstração de resultado do exercício Guararapes.....	60
Tabela 6 - Análise vertical demonstração de resultado do exercício Guararapes.....	60
Tabela 7 - Análise vertical balanço patrimonial Hering.....	62
Tabela 8 - Análise horizontal balanço patrimonial Hering	63
Tabela 9 - Análise vertical demonstração de resultado do exercício Hering	65
Tabela 10 - Análise horizontal demonstração de resultado do exercício Hering	66
Tabela 11 - Análise vertical balanço patrimonial Renner	68
Tabela 12 - Análise horizontal balanço patrimonial Renner	69
Tabela 13 - Análise vertical demonstração de resultado do exercício Renner	71
Tabela 14 - Análise horizontal demonstração de resultado do exercício Renner.....	71
Tabela 15 - Índice de giro do ativo	75
Tabela 16 - Índice de giro do estoque	76
Tabela 17 - Prazo médio de estocagem.....	77
Tabela 18 - Prazo médio de recebimento	78
Tabela 19 - Prazo médio de pagamento	79
Tabela 20 - Ciclo operacional.....	80
Tabela 21 - Ciclo financeiro.....	81
Tabela 22 - Vendas por m ²	82
Tabela 23 - Lucro operacional por m ²	83

Tabela 24 - <i>Same Store Sales</i>	84
Tabela 25 - <i>Ticket</i> médio	86
Tabela 26 - Retorno Sobre Patrimônio Líquido	87
Tabela 27 - Retorno Sobre Ativo	90
Tabela 28 - <i>ROIC</i>	91
Tabela 29 - Margem Bruta.....	98
Tabela 30 - Margem Operacional.....	99
Tabela 31 - Margem Líquida.....	101
Tabela 32 - <i>NOPAT</i>	104
Tabela 33 - Índice de Liquidez Corrente	105
Tabela 34 - Índice de liquidez real.....	106
Tabela 35 - Capital de Giro Líquido.....	107
Tabela 36 - <i>NCG</i>	109
Tabela 37 - Índice de Endividamento	111
Tabela 38 - Índice de participação de capital de terceiros	112
Tabela 39 - Índice de composição do endividamento	113
Tabela 40 - Dívida Líquida/Fluxo de Caixa Operacional	114
Tabela 41 - Grau de alavancagem financeira.....	115

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Ciclo financeiro	81
Gráfico 2 - Lucro operacional por metro quadrado	84
Gráfico 3 - <i>Same Store Sales</i>	85
Gráfico 4 - Retorno Sobre o Patrimônio Líquido.....	88
Gráfico 5 - RSPL Guararapes	89
Gráfico 6 - RSPL Hering.....	89
Gráfico 7 - RSPL Renner	90
Gráfico 8 - <i>ROIC</i>	91
Gráfico 9 - Capital investido x margem <i>ROIC</i> da Cia Guararapes	92
Gráfico 10 - Capital investido x margem <i>ROIC</i> da Cia Hering.....	93
Gráfico 11 - Capital Investido x margem <i>ROIC</i> da Cia Renner	93
Gráfico 12 - Cotações Guararapes.....	94
Gráfico 13 - Cotações Hering.....	95
Gráfico 14 - Cotações Renner.....	95
Gráfico 15 - Lucro líquido, RSPL, CDI e cotação Lojas Renner	97
Gráfico 16 - Lucro líquido, RSPL, CDI e cotação Cia Guararapes	97
Gráfico 17 - Lucro líquido, RSPL, CDI e cotação Cia Hering	98
Gráfico 18 - Margem operacional	100
Gráfico 19 - Margem líquida	102
Gráfico 20 - Vendas e margens Cia Guararapes	102
Gráfico 21 - Vendas e margens Cia Hering.....	103
Gráfico 22 - Vendas e margens Renner.....	103
Gráfico 23 - NOPAT	105

Gráfico 24 - CGL x NCG Guararapes.....	110
Gráfico 25 - CGL x NCG Hering	110
Gráfico 26 - CGL x NCG Renner.....	111

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Tema	13
1.2 Delimitação do tema	13
1.3 Problema	13
1.4 Objetivos	13
1.4.1 Objetivo Geral	13
1.4.2 Objetivos específicos	14
1.4.3 Justificativa	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1 Ciências contábeis	16
2.2 Mercado de capitais	17
2.2.1 Bolsas de valores e ações	17
2.2.2 IBOVESPA.....	18
2.3 Demonstrações financeiras.....	18
2.3.1 Balanço Patrimonial (BP).....	19
2.3.2 Ativo	20
2.3.2.1 Ativo circulante	20
2.3.2.2 Ativo não circulante	21
2.3.3 Passivo	21
2.3.3.1 Passivo circulante	21
2.3.3.2 Passivo não circulante.....	22
2.3.4 Patrimônio Líquido.....	22
2.3.5 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).....	23
2.3.6 Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)	24
2.3.7 Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA)	25
2.3.8 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)	26
2.3.9 Demonstração do Resultado Abrangente (DRA)	27
2.3.10 Notas explicativas	28
2.4 Tipos de análise	29
2.4.1 Análise horizontal	29
2.4.2 Análise vertical	30
2.5 Indicadores operacionais	31
2.5.1 Giro do ativo	32

2.5.2 Giro dos estoques	32
2.5.3 Prazo Médio de Estocagem (PME)	33
2.5.4 Prazo Médio de Recebimentos (PMR)	33
2.5.5 Prazo Médio de Pagamento (PMP)	34
2.5.6 Ciclo operacional	34
2.5.7 Ciclo financeiro	35
2.5.8 Outros indicadores operacionais	35
2.5.8.1 Vendas líquidas por metro quadrado	35
2.5.8.2 Lucro operacional por metro quadrado	36
2.5.8.3 <i>Same Store Sales</i> (SSS)	36
2.5.8.4 <i>Ticket</i> médio	36
2.6 Índices de rentabilidade	37
2.6.1 Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)	37
2.6.2 Retorno Sobre o Ativo (RSA)	37
2.6.3 <i>Return On Invested Capital</i> (ROIC)	38
2.6.4 Taxa de Retorno Total das Ações (TRA)	39
2.7 Índices de lucratividade	39
2.7.1 Margem bruta	39
2.7.2 Margem operacional	40
2.7.3 Margem líquida	40
2.7.4 <i>Net Operating Profit After Taxes</i> ou Lucro Operacional Líquido de Imposto de Renda (NOPAT)	41
2.8 Índices de liquidez	41
2.8.1 Índice de Liquidez Corrente (ILC)	42
2.8.2 Índice de liquidez real	42
2.8.3 Capital de Giro Líquido (CGL)	43
2.8.4 Necessidade de Capital de Giro (NCG) ou Necessidade de Investimento em Giro (NIG)	43
2.8.5 Fluxo de caixa livre (<i>Free Cash Flow</i>)	44
2.9 Índices de endividamento	45
2.9.1 Índice de Endividamento (IE)	46
2.9.2 Índice de Participação do Capital de Terceiros (IPCT)	46
2.9.3 Índice de Composição do Endividamento (ICE)	47
2.9.4 Dívida líquida/Fluxo de caixa operacional	47
2.9.5 Grau de Alavancagem Financeira (GAF)	48
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	49
3.1 Tipo de pesquisa	49
3.1.1 Caracterização da pesquisa quanto à abordagem	49
3.1.2 Caracterização da pesquisa quanto aos procedimentos técnicos	50
3.1.3 Caracterização de pesquisa quanto aos objetivos	51
3.2 População e amostra da pesquisa	52
3.3 Plano de coleta de dados	52
3.4 Tratamento e análise dos dados coletados	53
4 CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS	54
4.1 Lojas Renner (LREN3)	54
4.2 Companhia Hering (HGTX3)	54
4.3 Lojas Riachuelo (Guararapes; GUAR3)	55
5 ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL	56

5.1 Guararapes	56
5.2 Hering	62
5.3 Renner	68
6 Análise dos indicadores	75
6.1 Indicadores operacionais	75
6.1.1 Giro do Ativo	75
6.1.2 Índice de giro dos estoques	76
6.1.3 Prazo Médio de Estocagem	77
6.1.4 Prazo médio de recebimento	78
6.1.5 Prazo médio de pagamento	79
6.1.6 Ciclo operacional	80
6.1.7 Ciclo financeiro	81
6.1.8 Vendas líquidas por m ²	82
6.1.9 Lucro operacional por m ²	83
6.1.10 <i>Same Store Sales</i> (SSS)	84
6.1.11 <i>Ticket</i> médio	86
6.2 Índices de rentabilidade	87
6.2.1 Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	87
6.2.2 Retorno sobre o ativo	90
6.2.3 <i>ROIC</i>	91
6.2.4 Taxa de Retorno das Ações (De 2013 a 2017)	94
6.3 Índices de Lucratividade	98
6.3.1 Margem Bruta	98
6.3.2 Margem operacional	99
6.3.3 Margem Líquida	101
6.3.4 <i>NOPAT</i>	104
6.4 Índices de Liquidez	105
6.4.1 Índice de liquidez corrente	105
6.4.2 Índice de liquidez real	106
6.4.3 Capital de Giro Líquido	107
6.4.4 Necessidade de Capital de Giro	109
6.4.5 Índice de endividamento	111
6.4.6 Índice de participação de capital de terceiros	112
6.4.7 Índice de composição do endividamento	113
6.4.8 Dívida líquida/Fluxo de caixa operacional	114
6.4.9 Grau de alavancagem financeira	115
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS	117
REFERÊNCIAS	120
ANEXO A – Balanço Patrimonial Guararapes de 2012 a 2017 – em milhões de R\$	125
ANEXO B – Demonstração do Resultado do Exercício Guararapes de 2013 a 2017 - em milhões de R\$	128
ANEXO C – Demonstração dos Fluxos de Caixa Guararapes de 2013 a 2017 – em milhões de R\$	129

ANEXO D – Balanço Patrimonial Hering de 2012 a 2017 – em milhões de R\$.	131
ANEXO E – Demonstração do Resultado do Exercício Hering de 2013 a 2017 – em milhões de R\$.....	135
ANEXO F – Demonstração dos Fluxos de Caixa Hering de 2013 a 2017 – em milhões de R\$.....	136
ANEXO G – Balanço Patrimonial Renner de 2013 a 2017 – em milhões de R\$	138
ANEXO H – Demonstração do Resultado do Exercício Renner de 2013 a 2017	142
ANEXO I – Demonstração dos Fluxos de Caixa Renner de 2013 a 2017 – em milhões de R\$.....	143
ANEXO J – Resumo dos indicadores e desempenhos	145

1 INTRODUÇÃO

O mercado financeiro do Brasil é ainda desconhecido para grande parte da população. Um estudo do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostra que o Brasil tinha uma população de 207,7 milhões de habitantes em 2017, e, segundo levantamento realizado no *site* da BMF & BOVESPA, haviam 619.625 Cadastros de Pessoas Físicas (CPF's) cadastrados em sua base de investidores, sendo que há dupla contagem caso o investidor tenha conta em mais de uma corretora. No total, somente 0,3% da população brasileira está cadastrada na Bolsa de Valores. Outra pesquisa *online* divulgada em 2016, pela Revista Exame, uma das maiores publicações de negócios e economia do país, mostra que 56,1% dos 69,50% investidores que aplicam seus recursos na poupança o fazem para evitar perdas (ALMEIDA, 2016).

De tempos em tempos, a bolsa brasileira apresenta fortes valorizações, atraindo investidores pelas possibilidades de altos ganhos sobre seu capital. Porém, essas valorizações ocorrem muitas vezes devido à eventos externos ou fluxo de capitais, por exemplo, e não com base em um crescimento sólido e consistente das empresas que fazem parte do universo da bolsa de valores.

Investidores como Luiz Barsi e Lírío Parisotto, com fortunas estimadas no final de 2013 em US\$ 2 bilhões e R\$ 1 bilhão respectivamente, de acordo com dados da Exame, afirmam que a bolsa de valores é um instrumento de enriquecimento a longo prazo muito vantajoso e de grande construção de patrimônio, onde o investidor com a mentalidade de se tornar sócio da empresa investida e participar de seus

resultados será recompensado pela disciplina e paciência, superando qualquer aplicação no longo prazo (OLIVON, 2013).

O investidor de longo prazo deve estar atento aos fundamentos das empresas que formam sua carteira, e a seleção mal feita de empresas para alocação de capital pode diminuir seus retornos ou até mesmo trazer prejuízos ao seu patrimônio.

Estes investidores utilizam a chamada análise fundamentalista em seus investimentos, que é feita sobre os dados econômicos, financeiros e operacionais provenientes do ambiente de atuação da empresa, analisando itens como lucratividade, rentabilidade, governança, decisões estratégicas, entre outros. Conforme Reis (2017, texto digital)¹ “Dentre as diversas escolas de investimentos, a análise fundamentalista se caracteriza por ser uma das mais coerentes e sustentáveis ao longo dos anos”.

A bolsa brasileira apresenta muita volatilidade, como em 2017, ano em que o índice Bovespa subiu 26,8% no acumulado, despertando o interesse de investidores para a rentabilização de seus investimentos. 22 ações valorizaram mais de 100% no ano, conforme levantamento feito pelo site Money Times. Porém, em alguns casos, a bolsa apresenta rentabilidade negativa, como no ano de 2008, quando o Ibovespa teve queda de 41,22%, ou quando ações específicas caem demasiadamente, como é o caso da BRF (*Brazilian Foods*), que caiu 24,1% em 2017. Tais movimentos podem causar grandes prejuízos aos investidores sem um conhecimento mais aprofundando tanto de mercado quanto dos títulos em que estão investindo.

Diversos investidores utilizam diferentes estratégias e indicadores para alocação de capital e formação de uma carteira de ações. Em muitos casos, educadores financeiros e os próprios investidores mais experientes indicam a análise fundamentalista como um fator decisivo para a seleção de ativos com bom retorno e menor risco.

A verificação dos dados permite identificar se as variações no valor de mercado ao longo do tempo podem ser explicadas através da análise

¹ Tiago Guitián Dos Reis é formado em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas em São Paulo e credenciado como analista CNPI. Acumula experiências no mercado financeiro desde 2001 e foi sócio fundador da Set Investimentos. Fundou a Suno Research em outubro de 2016.

fundamentalista, e qual seria o retorno do acionista ao investir nas empresas no início do período em análise comparativamente a um determinado *benchmark*.

1.1 Tema

Análise das demonstrações financeiras

1.2 Delimitação do tema

O presente estudo foi realizado com as companhias Renner, Hering e Grupo Guararapes, de capital aberto, listadas na Bovespa, no setor de tecidos, vestuários e calçados, com base nas demonstrações financeiras do período de 2013 a 2017.

1.3 Problema

Diante do exposto, este trabalho tem o objetivo de responder à seguinte pergunta: os retornos ao acionista que investe no mercado de capitais podem ser explicados pelos indicadores fundamentalistas das empresas?

1.4 Objetivos

Os objetivos mostram o que se quer extrair a partir do trabalho realizado, e são divididos em objetivo geral e objetivos específicos.

1.4.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho é verificar se os indicadores fundamentalistas de avaliação de empresas servem de base sólida para explicar os seus retornos e variações no mercado aberto.

1.4.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos do trabalho são:

- ✓ Planilhar as demonstrações contábeis e financeiras;
- ✓ Calcular os índices operacionais: Giro do ativo, giro dos estoques, prazo médio de estocagem, prazo médio de recebimentos, prazo médio de pagamentos, ciclo operacional, ciclo financeiro, vendas líquidas por metro quadrado, lucro operacional por metro quadrado, *same stores sales* e *ticket* médio;
- ✓ Calcular os índices de rentabilidade: Retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre o ativo e retorno sobre o capital investido;
- ✓ Calcular os índices de lucratividade: Margem bruta, margem operacional, margem líquida, margem operacional líquida após impostos;
- ✓ Calcular os índices de liquidez: Índice de liquidez corrente, índice de liquidez seca, índice de liquidez imediata, índice de liquidez geral, capital de giro líquido, necessidade de capital de giro e fluxo de caixa livre;
- ✓ Calcular os índices de endividamento: Índice de endividamento, índice de participação de capital de terceiros, índice de composição do endividamento, índice caixa de cobertura dos juros, dívida líquida dividida pelo fluxo de caixa operacional e grau de alavancagem financeira;
- ✓ Comparar e classificar os melhores retornos entre as empresas nos índices apresentados, bem como o retorno total ao acionista no mercado aberto e sobre o capital dos acionistas, utilizando o CDI como comparativo de custo de oportunidade.

1.4.3 Justificativa

Esta pesquisa é importante para a UNIVATES pois servirá de base para outros trabalhos, não havendo estudos semelhantes ao tema proposto. Também servirá como base científica para a análise de empresas de capital aberto,

encontradas quase que exclusivamente em relatórios financeiros de casas especializadas em pesquisa financeira ou relatório de corretoras

Para o pesquisador este trabalho será interessante pois possibilitará a aplicação dos conhecimentos adquiridos durante o curso e para desenvolvimento próprio na análise da formação de uma carteira de ações.

Para a comunidade, este trabalho é importante pois demonstra que a Bolsa de Valores pode trazer retorno superior no longo prazo ao investidor que tiver diligência e buscar investir em boas empresas, que podem ser encontradas através de análises com base nas ciências contábeis, e que os dados das companhias estão ao alcance de todos através dos meios eletrônicos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

No referencial teórico é apresentada a pesquisa do acadêmico, servindo de base técnica para as aplicações dos conceitos de análise proposta.

2.1 Ciências contábeis

O maior objetivo da Contabilidade é o de prover aos seus usuários o máximo possível de informações sobre o patrimônio de uma entidade e suas mutações (IUDÍCIBUS et al., 2010).

O desenvolvimento inicial do método contábil esteve intimamente ligado ao surgimento do Capitalismo, como forma quantitativa de mensurar os acréscimos ou decréscimos dos investimentos iniciais alocados a alguma exploração comercial ou industrial (IUDÍCIBUS et al., 2010).

Coelho e Lins (2010) afirmam que parece notório que nos dias de hoje a Ciência Contábil hoje não se resume a preocupação com contas e saldos, e apresenta um escopo muito maior e mais abrangente. Como os mercados onde as empresas atuam tornam-se cada dia mais complexos e incertos, qualquer decisão tanto de curto quanto de longo prazo deve ser cuidadosamente avaliada quanto aos riscos e oportunidades. Uma decisão errada pode prejudicar a empresa enquanto organização jurídica, assim como as pessoas que nela trabalham, e a Contabilidade é um importante instrumento para as tomadas de decisão.

2.2 Mercado de capitais

Conforme Assaf Neto (2014b), o mercado de capitais assume um papel muito importante no processo de desenvolvimento econômico. É o grande municiador de recursos permanentes para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os poupadores, ou seja, os investidores, e aqueles que necessitam de recursos de longo prazo.

A Lei nº 6.385, conhecida como Lei do Mercado de Capitais, fornece a estrutura regulatória básica para títulos mobiliários: emissão, distribuição, negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários e derivativos; a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros; a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; a auditoria das companhias abertas e os serviços de consultor e analista de valores mobiliários (BRASIL, 1976). Essa lei criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Comitê de Política Monetária (COPOM) (ROSS et al., 2015).

Quando as companhias decidem captar recursos diretamente no mercado de capitais, elas realizam uma nova emissão de valores mobiliários. O mercado primário é aquele onde a empresa emite os novos valores mobiliários (ações, por exemplo), os quais são vendidos diretamente para os investidores, e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou pro caixa. Já o mercado secundário é o local onde os investidores negociam entre si os valores mobiliários emitidos pelas companhias, ocorrendo apenas a transferência de propriedade e de recursos entre o investidor que compra e o que vende, não havendo a transferência direta entre investidores e empresa (FARIAS; ORNELAS, 2015).

2.2.1 Bolsas de valores e ações

Segundo Assaf Neto (2014), as bolsas de valores são organizações que mantêm um local para negociação de títulos e valores mobiliários de pessoas jurídicas públicas e privadas. As bolsas existem para proporcionar liquidez aos títulos negociados, atuando por meio de pregões contínuos.

As ações constituem a menor parte do capital social de uma sociedade anônima, conforme Assaf Neto (2014). São valores caracteristicamente negociáveis e distribuídos primariamente aos subscritores (acionistas) de acordo com a participação efetivada.

Uma bolsa de valores é agente fundamental para funcionamento correto do mercado de capitais, que é o local onde as empresas acessam diretamente os investidores para captarem recursos. As companhias necessitam destes recursos para investirem em seus projetos e, por outro lado, os investidores buscam remuneração para valores financeiros dos quais detêm posse (ABREU; SILVA, 2016).

2.2.2 IBOVESPA

Um índice de ações é definido como uma carteira hipotética composta por um conjunto de ações. Para se definir o índice, devem-se selecionar as ações que irão compor o índice e depois estabelecer os pesos de cada ação. Os critérios mais comuns para a definição dos pesos são: Capitalização de mercado e liquidez (FARIAS; ORNELAS, 2015).

Conforme Assaf Neto (2014b), o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (IBOVESPA) é o mais importante indicador do desempenho das cotações das ações negociadas no mercado brasileiro. O IBOVESPA foi criado em 1968 (02/01/1968) a partir de uma carteira teórica de ações, que é expressa em pontos. O valor inicial foi de 100 pontos, refletindo sua pontuação atual a variação ocorrida na carteira desde o início, encerrando 2017 cotado a 76.402 pontos.

2.3 Demonstrações financeiras

Coelho e Lins (2010) afirmam que os demonstrativos são modelos sintéticos que procuram demonstrar a realidade da empresa em determinado momento. Se tornam uma narrativa da companhia e de sua situação, um retrato de sua configuração, um extrato de sua composição e resultado.

As demonstrações contábeis comunicam fatos importantes sobre as entidades, especialmente sobre as empresas. Usuários de demonstrações contábeis baseiam-se nestes fatos para tomar importantes decisões que afetam as empresas e todos os seus usuários (BLATT, 2001).

A empresa, com base no artigo 176 da Lei n° 6.404, atualizada pela Lei n° 11.638, deverá elaborar as seguintes demonstrações financeiras ao final de cada exercício social (BRASIL, 1976, 2007):

- ✓ Balanço Patrimonial;
- ✓ Demonstração do Resultado do Exercício;
- ✓ Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (ou a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, conforme dispõe o artigo 186 da Lei n° 6.404/76);
- ✓ Demonstração dos Fluxos de Caixa;
- ✓ Demonstração do Valor Adicionado (obrigatória somente para companhias de capital aberto);
- ✓ Notas explicativas.

2.3.1 Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial é uma das mais importantes demonstrações contábeis, por meio da qual podemos visualizar estaticamente a situação patrimonial e financeira de uma empresa em determinado momento (IUDÍCIBUS et al., 2010).

Coelho e Lins (2010) afirmam que o Balanço Patrimonial demonstra a composição dos bens, direitos e obrigações da empresa em determinado período, geralmente de um ano.

Quadro 1 - Estrutura do Balanço Patrimonial

ATIVO	PASSIVO
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo Não Circulante	Passivo Não Circulante
Realizável a Longo Prazo	PATRIMÔNIO LÍQUIDO
Investimento	Capital Social
Imobilizado	(-) Gastos com Emissão de Ações
Intangível	Reservas de Capital
	Opções Outorgadas Reconhecidas
	Reservas de Lucros
	(-) Ações em Tesouraria
	Ajustes de Avaliação Patrimonial
	Ajustes Acumulados de Conversão
	Prejuízos Acumulados

Fonte: CFC (2008).

2.3.2 Ativo

O Ativo compreende, resumidamente, os bens e os direitos da entidade expressos em moeda. Todos os elementos do Ativo encontram-se discriminados ao lado esquerdo do Balanço Patrimonial (IUDÍCIBUS et al., 2010).

No Ativo, são apresentadas primeiramente as contas que se convertem em disponibilidades mais rapidamente, começando geralmente por caixa e depósitos bancários de curto prazo (MARTINS et al., 2013).

2.3.2.1 Ativo circulante

Segundo Ribeiro (2010) o Ativo Circulante é formado pelos bens e pelos direitos que estão em frequente circulação (capital de giro). Basicamente, são valores já realizados (transformados em dinheiro) ou cuja realização em dinheiro deva ocorrer até o término do exercício social subsequente.

Já Assaf Neto (2012) afirma que todas as contas de liquidez imediata, ou que se converterão em dinheiro no curto prazo, deverão ser classificadas no Ativo Circulante.

2.3.2.2 Ativo não circulante

Este grupo engloba itens de baixa liquidez (que se transformam lentamente em dinheiro), e também aqueles que não se destinam à venda, com características de liquidez mínima, conforme Assaf Neto (2012). São classificados como Não Circulantes os Ativos Realizáveis a Longo Prazo, Investimentos, Imobilizados e Intangíveis.

Já Ribeiro (2010) afirma que “[...] o Ativo Não Circulante é dividido em 4 subgrupos: Ativo Realizável a Longo Prazo, Investimentos, Imobilizado e Intangível.”

2.3.3 Passivo

O Passivo representa basicamente as obrigações a pagar, ou seja, o que a empresa deve a terceiros. Todos os elementos do passivo estão registrados no lado direito do Balanço Patrimonial (IUDÍCIBUS et al., 2010).

No Passivo, registram-se em primeiro lugar as contas cuja exigibilidade ocorrerá por primeiro, iniciando-se geralmente por salários e encargos e fornecedores a pagar no curto prazo (MARTINS et al., 2013).

2.3.3.1 Passivo circulante

Conforme Assaf Neto (2012), no Passivo Circulante estão relacionadas todas as obrigações de curto prazo da empresa, isto é, aquelas cujos vencimentos ocorrerão até o final do exercício social subsequente, ou do ciclo operacional da empresa, se este for maior do que o exercício social.

Blatt (2001) afirma que o Passivo Circulante registra as obrigações que a empresa terá que pagar dentro de um ano, ou dentro do ciclo operacional da mesma.

2.3.3.2 Passivo não circulante

O Passivo Não Circulante tem características opostas ao Passivo Circulante. Enquanto no Passivo Circulante são classificadas as contas representativas de obrigações vencíveis a curto prazo, no Passivo Não Circulante são classificadas as contas representativas das obrigações de longo prazo, sejam elas de pagar ou de fazer, como é o caso das receitas recebidas antecipadamente a título de adiantamento de clientes (RIBEIRO, 2010)

Assaf Neto (2012) afirma que no Passivo Não Circulante classificam-se todas as obrigações da empresa cujo vencimento ocorrerá após o término do exercício subsequente ao do balanço, ou que apresentem seu prazo de liquidação posterior ao ciclo operacional da empresa.

2.3.4 Patrimônio Líquido

Blatt (2001) fala que o Patrimônio Líquido representa os investimentos dos proprietários de capital, somados às reservas, incluso aqui o lucro apurado no decorrer dos anos e retido na Empresa, ou seja, não distribuído e alocado nas contas do Patrimônio.

Martins et al. (2013) afirma que o Patrimônio “[...] representa a diferença entre o Ativo e o Passivo, ou seja, o valor líquido da empresa”.

Segundo Ribeiro (2010), o patrimônio líquido corresponde aos capitais próprios, derivados dos proprietários (titular, sócios ou acionistas) e dos lucros e prejuízos acumulados. As contas do Patrimônio Líquido são classificadas em capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucros, ações em tesouraria, prejuízos acumulados e lucros acumulados (somente para as

empresas que não são sociedade por ações; estas devem destinar todo o lucro apurado à constituição das reservas).

2.3.5 Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)

A Demonstração do Resultado do Exercício deve ser apresentada de forma dedutiva, demonstrando as receitas, despesas, ganhos e perdas, demonstrando claramente o lucro ou prejuízo líquido apurado no exercício (MARTINS et al. , 2013).

A DRE, é uma demonstração contábil que evidencia o resultado econômico do período, apurando o lucro ou prejuízo da empresa no desenvolvimento das suas atividades durante um determinado período, que geralmente é igual a um ano (RIBEIRO, 2010).

Quadro 2 - Demonstração do Resultado do Exercício

RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA
(-) Custo dos Produtos Vendidos
(=) LUCRO BRUTO
(+/-) Receitas/despesas operacionais
Vendas
Administrativas e gerais
Honorários da administração
Depreciação e amortização
Participação nos resultados
Outras (despesas) receitas operacionais líquidas
(=) LUCRO OPERACIONAL ANTES DO RESULTADO FINANCEIRO E IMPOSTOS
(+/-) Receitas/despesas financeiras líquidas
Receitas financeiras
Despesas financeiras
(=) LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL
Imposto de renda e contribuição social correntes
Imposto de renda e contribuição social diferidos
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO

Fonte: O autor, adaptado das Demonstrações Financeiras Padronizadas de Hering (2017)

2.3.6 Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

A Demonstração dos Fluxos de Caixa evidencia as mudanças que aconteceram no saldo de disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa) da empresa em determinado período, através de fluxos de recebimentos e pagamentos (ASSAF NETO, 2012).

A DFC deve evidenciar ao menos três fluxos financeiros:

- ✓ Atividades operacionais: alguns exemplos são os recebimentos de vendas à prazo, pagamento de fornecedores, pagamento de juros, pagamento de obrigações tributárias. De forma geral, das atividades que envolvam o objeto social da sociedade (RIBEIRO, 2010);
- ✓ Atividades de investimento: alguns exemplos são o recebimento pela venda de participações em outras empresas, pagamentos pelas aquisições de bens, aplicações financeiras classificadas no Ativo Realizável a Longo Prazo. O mesmo autor afirma que se referem a bens utilizados na produção de bens ou prestação de serviços ligados ao objeto social da sociedade;
- ✓ Atividades de financiamento: alguns exemplos são a entrada de recursos por aporte de capital dos proprietários da empresa, obtenção de empréstimos, pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio;

Conforme Ribeiro (2010), a Demonstração dos Fluxos de Caixa trata-se de uma demonstração sintetizada dos fluxos financeiros ocorridos na empresa durante um determinado período. Existem dois métodos para apresentar a DFC: método direto e indireto. No método direto os recursos derivados das operações são indicados a partir dos recebimentos e pagamentos decorrentes das operações normais, enquanto que no indireto é realizado um ajuste a partir do lucro líquido do exercício, adicionando/excluindo despesas ou receitas que não afetam o caixa da empresa, não representando efetivamente entrada ou saída de dinheiro.

Quadro 3 - Demonstração dos Fluxos de Caixa

FLUXO DE CAIXA DAS OPERAÇÕES
Lucro líquido do exercício
(+/-) Ajustes para conciliar o resultado às disponibilidades geradas pelas atividades operacionais
Variações monetárias, cambial e juros não realizados
Provisões para crédito de liquidação duvidosa
Depreciação e amortização
Equivalência patrimonial
(+/-) Variações nos ativos e passivos
Aumento/redução contas a receber de clientes
Aumento/redução nos estoques
Aumento/redução fornecedores
Aumento/redução obrigações tributárias
Caixa líquido gerado pelas atividades operacionais
FLUXOS DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO
Compras de imobilizado
Recebimento por vendas de ativos não circulantes
Caixa líquido usado nas atividades de investimento
FLUXOS DE CAIXA DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO
Integralização de capital
Pagamento de lucros/dividendos
Empréstimos tomados
Pagamento de empréstimos/debêntures
Caixa líquido usado nas atividades de financiamento
Redução(aumento) nas disponibilidades
Disponibilidades no início do período
Disponibilidades no final do período

Fonte: O autor, adaptado de Ribeiro (2010).

2.3.7 Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA)

A Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados é um relatório contábil que tem por finalidade evidenciar qual foi a destinação do lucro líquido apurado no final do período pela empresa (RIBEIRO, 2010).

Conforme afirma Braga (2012), o lucro líquido do exercício pertence aos proprietários da empresa, sejam sócios ou acionistas, sendo através de sua distribuição (dividendos) ou da apropriação dos lucros às reservas da empresa.

Quadro 4 - Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados

1. Saldo no início do período
2. Ajustes de Exercícios Anteriores
3. Saldo Ajustado
4. Lucro ou Prejuízo do Exercício
5. Reversão de Reservas
6. Saldo à Disposição
7. Destinação do Exercício
Reserva Legal
Reserva Estatutária
Reserva para Contingência
Outras Reservas
Dividendos Obrigatórios
Juros sobre Capital Próprio
8. Saldo no Fim do Exercício

Fonte: Ribeiro (2010, p. 94)

2.3.8 Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)

A Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido é um relatório contábil que evidencia as variações ocorridas em todas as contas do Patrimônio Líquido em um determinado período (RIBEIRO, 2010).

A empresa poderá elaborar e publicar a Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido em substituição à Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados conforme determina a lei societária, tendo em vista que esta estará incluída naquela (BRAGA, 2012).

Quadro 5 - Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido

Descrição	Capital Social	Reservas de Capital	Ajustes de Avaliação Patrimonial	Ações em tesouraria	Prejuízos acumulados	Lucros a destinar	Totais
Saldo em 31/12/X0							
Aumento de Capital							
Com reservas de Capital							
Lucro ou Prejuízo do Exercício							
Reversão de Reservas							
Destinação do Exercício							
Reserva legal							
Reserva para Investimentos							
Dividendos							
Juros sobre o Capital Próprio							
Saldo em 31/12/X1							
Aumento de Capital							
Com reservas de Capital							
Lucro ou Prejuízo do Exercício							
Reversão de Reservas							
Destinação do Exercício							
Reserva legal							
Reserva para Investimentos							
Dividendos							
Juros sobre o Capital Próprio							
Saldo em 31/12/X2							

Fonte: O autor, adaptado de Ribeiro (2009)

2.3.9 Demonstração do Resultado Abrangente (DRA)

As demais variações do patrimônio líquido como reservas de reavaliação, certos ajustes de instrumentos financeiros, variações cambiais de investimentos no exterior e outros, que transitam apenas pelo Patrimônio e não pelo resultado do

período, mas que poderão transitar no futuro pelo resultado ou irem direto para Lucros ou Prejuízos Acumulados, são apresentadas como outros resultados abrangentes dentro da Demonstração do Resultado Abrangente (MARTINS et al., 2013).

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis, entidade que emite os Pronunciamentos Técnicos sobre os procedimentos de Contabilidade a serem adotados pelas empresas para convergência aos padrões internacionais, emitiu o pronunciamento CPC 26 (R1) - Apresentação das Demonstrações Contábeis, no qual define que Resultado Abrangente são as mutações ocorridas no Patrimônio Líquido derivadas de eventos ou transações que não sejam de transações com seus sócios, abrangendo todos os componentes da Demonstração do Resultado do Exercício (CPC, [201-]).

Quadro 6 - Demonstração do Resultado Abrangente

Lucro líquido do exercício
(+/-) Outros resultados abrangentes
Itens que não serão reclassificados para o resultado:
Benefícios a empregados - plano de saúde, líquido
de tributos
Itens que podem ser subsequentemente reclassifica-
dos para o resultado
Valor justo de instrumento financeiro de hedge de
fluxo de caixa, líquido de tributos
(=) Resultado abrangente do período

Fonte: O autor, adaptado das Demonstrações Financeiras Padronizadas de Hering (2017)

2.3.10 Notas explicativas

Conforme Coelho e Lins (2010), o objetivo básico das notas explicativas é de explicar com detalhes os métodos de cálculo utilizados na composição dos valores, os critérios adotados, os eventuais modelos e fórmulas utilizadas, e demais conceitos considerados, que facilitam o entendimento dos usuários externos na utilização dos demonstrativos contábeis apurados pela empresa.

As demonstrações contábeis devem ser complementadas por notas explicativas, quadros analíticos ou outras demonstrações contábeis que propiciam a plena avaliação da situação e da evolução patrimonial da empresa (MARTINS et al., 2013).

2.4 Tipos de análise

As duas principais características de análise de uma empresa são a comparação dos valores em análise através de determinados períodos e a relação desses valores com outros, relacionados nas demonstrações da empresa (ASSAF NETO, 2012)

Ribeiro (2009) afirma que a análise vertical e a análise horizontal devem ser utilizadas em conjunto. Ambas servem para complementar os resultados obtidos através da análise por quocientes, que apresentam dados resultantes da comparação entre itens ou grupos das demonstrações financeiras.

2.4.1 Análise horizontal

A análise horizontal é um processo de estudo que permite avaliar a evolução verificada nos diversos elementos das demonstrações contábeis ao longo de determinado intervalo de tempo. A utilização dessa técnica permite que se analise a tendência passada e futura de cada valor contábil (ASSAF NETO, 2012).

Braga (2012) afirma que para ser efetuada a análise horizontal, deve-se, primeiramente, determinar uma demonstração-padrão, que servirá de base para as comparações, e à qual será atribuído o percentual (100%) ou índice (1,00) padrão, conta a conta ou grupo a grupo.

Tabela 1 – Exemplo de análise horizontal

	Consolidado		AH
	31/12/2010	31/12/2009	
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS DE PRODUTOS	2.741.810	1.930.050	42,1%
VARIAÇÃO NO VALOR JUSTO DOS ATIVOS BIOLÓGICOS	183.765	96.853	89,7%
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-1.808.115	-1.362.488	32,7%
LUCRO BRUTO	1.117.460	664.415	68,2%
Despesas com vendas	-308.354	-231.552	33,2%
Despesas gerais e administrativas	-109.330	-109.699	-0,3%
Honorários dos administradores	-10.115	-15.768	-35,9%
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	25.894	-48.522	-153,4%
Equivalência Patrimonial	0	0	
LUCRO OPERACIONAL	715.555	258.874	176,4%
Receitas financeiras	52.377	40.666	28,8%
Despesas financeiras	-150.257	-89.891	67,2%
LUCRO ANTES DO IRPJ E CSLL	617.675	209.649	194,6%
Imposto de renda e contribuição social correntes	-98.930	-33.003	199,8%
			-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-51.498	4.441	1259,6%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	467.247	181.087	158,0%
Pertencente aos acionistas minoritários	352	1.618	-78,2%
Pertencente aos acionistas controladores	466.895	179.469	160,2%

Fonte: O autor, adaptado de Málaga (2012).

2.4.2 Análise vertical

Assaf Neto (2012) afirma que a análise vertical é também um processo comparativo, expresso percentualmente, que é aplicado ao se relacionar uma conta ou grupo de contas com um valor tomado por base no mesmo demonstrativo.

Para Braga (2012), este método consiste na comparação de valores das contas de cada grupo com o montante do respectivo grupo, bem como do montante de cada grupo com o total - do Ativo ou do Passivo e Patrimônio Líquido, quando se

tratar de Balanço Patrimonial, de cada componente do resultado com as respectivas receitas e/ ou despesas, quando analisada a DRE, ou das demais demonstrações, quando comparadas em seus respectivos demonstrativos.

Tabela 2 – Exemplo de análise vertical

	Consolidado	
	31/12/2010	AV
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS DE PRODUTOS	2.741.810	100,0%
VARIAÇÃO NO VALOR JUSTO DOS ATIVOS BIOLÓGICOS	183.765	6,7%
(-) CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	-1.808.115	-65,9%
LUCRO BRUTO	1.117.460	40,8%
Despesas com vendas	-308.354	-11,2%
Despesas gerais e administrativas	-109.330	-4,0%
Honorários dos administradores	-10.115	-0,4%
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	25.894	0,9%
Equivalência Patrimonial	0	0,0%
LUCRO OPERACIONAL	715.555	26,1%
Receitas financeiras	52.377	1,9%
Despesas financeiras	-150.257	-5,5%
LUCRO ANTES DO IRPJ E CSLL	617.675	22,5%
Imposto de renda e contribuição social correntes	-98.930	-3,6%
Imposto de renda e contribuição social diferidos	-51.498	-1,9%
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	467.247	17,0%
Pertencente aos acionistas minoritários	352	0,0%
Pertencente aos acionistas controladores	466.895	17,0%

Fonte: O autor, adaptado de Málaga (2012)

2.5 Indicadores operacionais

Uma importante etapa da análise das demonstrações contábeis se refere ao estudo de medidas do desempenho operacional da empresa, como aquelas relacionadas às compras, vendas, pagamentos e recebimentos (BRUNI, 2011).

Segundo Blatt (2001), a análise de coeficientes executada pelo analista busca dar significado aos dados das demonstrações financeiras, e os coeficientes operacionais analisados demonstram a eficácia operacional de diversas áreas da empresa.

2.5.1 Giro do ativo

O índice de giro (IGA) do ativo demonstra quantas vezes o ativo “girou” e se transformou em vendas, e poderia ser detalhado para outros subcomponentes do ativo, como o circulante e o permanente (BRUNI, 2011).

Gitman (2004) afirma que o giro do ativo indica quão eficientemente a empresa usa seus ativos para gerar vendas. Via de regra, quanto mais alto o giro do ativo da empresa, mais eficientemente seus ativos estão sendo usados. Essa medida interessa à administração da própria empresa, pois indica se as operações têm sido eficientes ou não.

Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$IGA = \text{Vendas Líquidas} / \text{Ativo Médio} \quad (1)$$

2.5.2 Giro dos estoques

O índice de giro dos estoques (IGE) procura demonstrar quantas vezes em um ano o estoque se transformou em vendas. Normalmente, quanto maior a rotatividade, melhor a situação da empresa (BRUNI, 2011).

O giro obtido através do quociente só tem algum significado quando comparado ao de outras empresas pertencentes ao mesmo setor ou à evolução do giro de estoques da própria empresa, segundo Gitman (2004). Um giro de 20 vezes seria comum para um supermercado, ao passo que um giro comum de estoques para uma empresa fabricante de aeronaves poderia ser igual a 4.

O quociente do giro ou da rotatividade do estoque pode ser apresentado segundo a expressão:

$$IGE = \text{Custo dos Produtos Vendidos} / \text{Estoque Médio} \quad (2)$$

2.5.3 Prazo Médio de Estocagem (PME)

Prazo médio de estocagem é a medida temporal do ciclo de produção, o tempo entre a entrada dos insumos e a saída dos produtos. É o número de dias que demora para o estoque da empresa ser convertido em vendas, tanto à vista quanto à prazo (MÁLAGA, 2012).

Bruni (2011) afirma que o resultado do cálculo do Prazo Médio de Estocagem indica o tempo que a empresa adota, em média, para manter seus produtos em estoque. A fórmula para cálculo do PME é:

$$PME = (\text{Saldo médio de estoques} / \text{CPV}) * 365 \quad (3)$$

2.5.4 Prazo Médio de Recebimentos (PMR)

Segundo Málaga (2012), o prazo médio de recebimento dá a medida do número de dias que a empresa demora para receber os valores decorrente das suas vendas à prazo.

Padoveze (2010) afirma que não há um parâmetro referencial no mercado para os prazos médios de recebimento, pois os prazos de cada empresa variam muito de setor para setor, tipo de produtos vendidos, políticas de vendas das empresas, entre outros fatores. É importante fazer a comparação em relação ao setor como um todo. Quanto menor este indicador, melhor, pois menos tempo a empresa demora para receber seus valores.

Seu cálculo pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$PMR = \text{Contas a receber médio} / (\text{Receita líquida} / 360) \quad (4)$$

2.5.5 Prazo Médio de Pagamento (PMP)

O indicador prazo médio de pagamento demonstra qual é o período, em dias, semanas, meses ou anos, que a empresa poderá dispor antes de pagar suas dívidas aos fornecedores pelas compras efetuadas a prazo (BRUNI, 2011).

Blatt (2001) afirma que a boa administração financeira básica de qualquer empresa necessita que se paguem todas as contas dentro do prazo. Um prazo médio excessivamente alto pode indicar que uma empresa está usando seus fornecedores para se financiar de forma não onerosa, como estratégia de administração de caixa. Pode ser obtido através da fórmula:

$$PMP = (\text{Fornecedores médio} \times 365) / \text{Compras} \quad (5)$$

Para se chegar ao valor das compras, pode-se utilizar a seguinte fórmula:

$$\text{Compras} = \text{CPV} - \text{Estoque Inicial} + \text{Estoque Final} \quad (6)$$

2.5.6 Ciclo operacional

Conforme Málaga (2012), o ciclo operacional é o prazo que se estende do momento da compra da matéria-prima ou dos insumos até o recebimento dos recursos decorrentes da venda do resultado da aplicação destes insumos.

De forma resumida, o ciclo operacional pode ser definido como o período de tempo que a empresa leva para produzir, vender e receber a receita de seus produtos (PADOVEZE, 2010).

O ciclo operacional pode ser expresso através da soma dos prazos médios de estocagem e recebimento, através da seguinte fórmula:

$$\text{Ciclo Operacional} = \text{PME} + \text{PMR} \quad (7)$$

2.5.7 Ciclo financeiro

O ciclo financeiro ou de caixa representa o período de tempo em que a entidade é obrigada a investir nas suas operações, representadas por estoques e contas a receber, diminuído do financiamento através de prazos recebido dos fornecedores (BRUNI, 2011).

Em essência, o ciclo financeiro é igual ao prazo médio de estocagem (PME) mais o prazo médio de recebimento (PMR) menos o prazo médio de pagamento (PMP). Quanto maior a duração dos estoques em mãos (PME) e a arrecadação de recebíveis (PMR), combinado com uma pouca duração para o pagamento dos fornecedores da empresa (PMP), menor vai ser o prazo de caixa que será demandando para quitar as contas a pagar (FLEURIET; ZEIDAN, 2015). Pode ser obtido através da seguinte fórmula:

$$\text{Ciclo Financeiro} = \text{PME} + \text{PMR} - \text{PMP} \quad (8)$$

2.5.8 Outros indicadores operacionais

Kaplan e Norton (apud VIANA et al. 2011, p. 211) “[...] ressaltam que os indicadores financeiros não devem apenas satisfazer as demandas de curto prazo dos acionistas, ou seja, devem ser incorporados indicadores que mensurem a capacidade da empresa de dar lucros tanto no curto quanto no longo prazo.”

Métricas são medidas padrão que são utilizadas para a fixação de metas, avaliação e controle do desempenho em determinadas áreas. Conforme Mattar (2011) há inúmeras métricas financeiras e não financeiras para a avaliação do controle e evolução no varejo.

2.5.8.1 Vendas líquidas por metro quadrado

Este indicador demonstra a média de vendas líquidas por m² de área de exposição das lojas (MATTAR, 2011). Pode ser encontrado através da seguinte equação:

$$\text{Vendas por M}^2: \text{Total de vendas/Espaço total em M}^2 \quad (9)$$

2.5.8.2 Lucro operacional por metro quadrado

Este indicador demonstra a média do lucro operacional por m² da área de exposição das lojas (MATTAR, 2011). Pode ser obtido através da seguinte fórmula:

$$\text{Lucro Operacional por M}^2: \text{Lucro Operacional/Espaço total em M}^2 \quad (10)$$

2.5.8.3 Same Store Sales (SSS)

O indicador *Same Store Sales* é um comparativo das vendas declaradas das mesmas lojas que se encontravam no mesmo local no período atual e no mesmo período do ano anterior (BRMALLS, 2018).

As companhias de capital aberto utilizam este indicador com frequência em suas demonstrações financeiras, bem como casas de análises financeira e bancos de investimento utilizam este indicador para mensuração de desempenho operacional. Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$\text{Same Stores Sales} = ((\text{Vendas mesmas lojas ano X2/Vendas mesmas lojas ano X1}) - 1) * 100 \quad (11)$$

2.5.8.4 Ticket médio

As companhias de capital aberto acompanham este indicador, geralmente encontrado nas planilhas interativas na seção de Relação com Investidores em seus sites.

O *ticket* médio é uma métrica que apresenta o valor médio gasto por cada cliente em suas compras no estabelecimento. É determinado pela média entre o montante de suas vendas e o número de clientes que geraram esse volume de compras (TANAKA, 2017). Quanto maior, melhor. Pode ser obtido através da seguinte fórmula.

$$\text{Ticket médio: Valor total de vendas / N}^\circ \text{ clientes atendidos} \quad (12)$$

2.6 Índices de rentabilidade

Blatt (2001) afirma que todas as empresas do sistema capitalista têm como objetivo a obtenção de lucros, para poderem expandir suas atividades. Liquidez e segurança devem ser ligadas à rentabilidade. A realização de operações não rentáveis comprometem a médio prazo a própria situação de liquidez da entidade.

Segundo Marion (2009), a empresa só terá razão de continuar em existência se der lucro, ou seja, se oferecer retornos ao capital de seus donos (acionistas/quotistas).

2.6.1 Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)

Segundo Assaf Neto (2012), o Retorno Sobre o Patrimônio Líquido representa a taxa de rentabilidade auferida pelo capital dos acionistas/sócios, sendo dimensionado pela comparação entre o lucro líquido e o patrimônio líquido.

Já Braga (2012) afirma que esse índice mede a taxa de remuneração dos capitais próprios, devendo, em tese, superar a taxa de juros do mercado, de modo a remunerar o risco do investimento tomado pelos acionistas ou sócios.

Esta métrica serve para estimar e analisar a efetividade da gestão em relação às decisões financeiras e operacionais tomadas durante as operações da empresa (BLATT, 2001).

Pode ser obtido através da seguinte equação:

$$RSPL = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido Médio} \quad (13)$$

2.6.2 Retorno Sobre o Ativo (RSA)

Conforme Assaf Neto (2012), a avaliação do desempenho pode também ser obtida por meio do retorno do ativo total, provendo aos usuários externos

importantes informações adicionais sobre a evolução da situação econômica da empresa.

Gitman (2005) afirma que o retorno do ativo total mede a eficácia geral da administração de uma empresa em termos de geração de lucros com os investimentos efetuados pela empresa. Quanto mais alto for o retorno obtido, melhor. Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$RSA = \text{Lucro disponível para acionistas ordinários} / \text{Ativo médio total} \quad (14)$$

2.6.3 Return On Invested Capital (ROIC)

Conforme Fleuriet e Zeidan (2015), o ROIC é o quociente do Lucro Operacional Líquido comparado ao ativo econômico, definido como NCG+Ativos fixos do início do período. O ROIC é o retorno que a empresa fornece a cada real investido na companhia.

Assaf Neto (2012) afirma que o capital investido equivale ao investimento realizado em ativos operacionais fixos (não circulantes), como máquinas, equipamentos, instalações, edificações, pesquisa e desenvolvimento, logística e distribuição, e capital de giro, recursos necessários ao desenvolvimento do negócio. Representa, resumidamente, os capitais próprios e de terceiros levantados pela empresa e que representem custo financeiro. A abordagem do investimento para cálculo do desempenho, ao invés do ativo total, oferece melhores informações sobre o genuíno retorno gerado (lucro operacional) pelo capital investido na empresa, e que necessita ser remunerado.

Damodaran (2007) afirma que a razão pela qual não utilizamos o caixa e equivalentes nos ativos operacionais é para ser consistente com o uso do lucro operacional como métrica de rentabilidade. As receitas financeiras derivadas das disponibilidades não fazem parte do retorno operacional.

$$ROIC = \text{NOPAT} / \text{Investimento} \quad (15)$$

2.6.4 Taxa de Retorno Total das Ações (TRA)

Uma ação oferece duas maneiras de potenciais ganhos aos acionistas: dividendos e demais proventos como juros sobre capital próprio, bonificações e pagamento por recompra de ações, e ganhos (ou perdas) de capital, conforme afirma Assaf Neto (2014a). A taxa de retorno total das ações é formada pela soma dos rendimentos de dividendos e outros rendimentos juntamente com ganhos de capital, e pode ser obtida através da seguinte fórmula:

$$TRA = \frac{\text{Dividendos} + (\text{Preço ação fim} - \text{preço ação início})}{\text{Preço início}} \quad (16)$$

2.7 Índices de lucratividade

Conforme Braga (2012) a finalidade de analisar os índices de lucratividade é verificar a composição dos custos e receitas na formação dos resultados do exercício, já que o objetivo final de uma empresa consiste na maximização de seus resultados.

Bruni (2011) afirma que as margens de lucratividade sobre vendas permitem entender o quanto a empresa está ganhando sobre cada unidade monetária vendida. Dessa forma, analisa-se o lucro de diferentes maneiras, como o lucro bruto, lucro operacional e lucro líquido, através das margens bruta, operacional, líquida.

2.7.1 Margem bruta

A margem bruta mede a porcentagem de cada unidade monetária de vendas que resta após a apuração do custo dos produtos vendidos. Quanto mais alta essa margem, melhor (GITMAN, 2004).

Braga (2012) afirma que a margem bruta mede a rentabilidade das vendas após a dedução do custo dos produtos vendidos (ou custo das mercadorias vendidas); portanto, antes de reconhecer as despesas operacionais (de comercialização, administração, etc.).

A fórmula para calcular é a seguinte:

$$\text{Margem Bruta} = \text{Lucro Bruto} / \text{Receita de vendas} \quad (17)$$

2.7.2 Margem operacional

Destina-se a medir o volume de receitas absorvidas pelos custos operacionais como vendas, administração, entre outros. Quanto mais elevado este índice maior é a margem de ganho dos negócios (BRAGA, 2012).

Segundo Gitman (2004), a margem de lucro operacional mede a proporção de cada unidade monetária de receita de vendas que permanece após a dedução de todos os custos e despesas antes de juros, impostos e dividendos de ações preferenciais. Representa o “lucro puro” da operação obtido em cada unidade de receita. Ela é calculada da seguinte maneira:

$$\text{Margem de lucro operacional} = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Receita de vendas}} \quad (18)$$

2.7.3 Margem líquida

A margem líquida representa a porcentagem de cada unidade monetária de venda que sobrou, após a empresa ter apurado seus custos de venda, demais despesas e impostos. A margem líquida de um negócio depende substancialmente do setor no qual ele está inserido. De modo geral, quanto mais alta a margem líquida, melhor a situação financeira da empresa (BRUNI, 2011).

Gitman (2004) afirma que a margem de lucro líquido é frequentemente considerada uma medida de sucesso da empresa no que se refere ao resultado obtido em suas vendas. Não há uma padronização no que se refere a uma boa margem líquida, pois isto varia muito de setor para setor.

A CVM, através dos incisos VIII e IX, presentes na Deliberação 207/1996, que foi revogada pela Deliberação CVM 683/2012, orientou que as companhias que adotassem a prática de contabilização no resultado dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), que são valores destinados aos acionistas da empresa e tratados como

despesas, deveriam fazer a reversão de tais valores, podendo evidenciá-los na DRE, de forma que o resultado final apurasse de fato o resultado que a companhia deixou de margem líquida (CVM, 1996).

É calculada da seguinte maneira:

$$\text{Margem líquida} = \frac{\text{Lucro Disponível aos acionistas ordinários}}{\text{Receita de vendas}} \quad (19)$$

2.7.4 Net Operating Profit After Taxes ou Lucro Operacional Líquido de Imposto de Renda (NOPAT)

O Lucro Operacional Líquido de Imposto de Renda (NOPAT) corresponde ao ganho líquido de impostos da operação, sem considerar impactos financeiros decorrente de endividamentos onerosos (BRUNI, 2011).

Hoji (2017, p. 334) afirma que o NOPAT é o lucro que a empresa geraria caso não tivesse dívida onerosa nem aplicação financeira. Dessa maneira, seria possível aos usuários das informações comparar desempenhos operacionais de duas empresas diferentes, sem haver impactos decorrentes da forma em que elas são financiadas ou de como os impostos influenciam em suas operações. Pode ser representado da seguinte maneira:

$$\text{NOPAT} = \text{Lucro Operacional} * (1 - \% \text{ taxa de impostos efetiva}) \quad (20)$$

2.8 Índices de liquidez

Indicadores de liquidez demonstram como uma companhia se apresenta estruturada frente a seus compromissos financeiros, de modo a indicar o quão líquida está para honrar suas obrigações com terceiros (ASSAF NETO, 2012).

Conforme Málaga (2012), assim como os demais indicadores, não se pode obter informações conclusivas a respeito do grau de risco da empresa com apenas um indicador. Um conjunto de informações extraídas das demonstrações é que fornecem um panorama de liquidez da empresa.

2.8.1 Índice de Liquidez Corrente (ILC)

Esse índice fornece informações sobre a capacidade da empresa em honrar suas obrigações no curto prazo, sob a premissa de continuidade de suas operações. De forma geral, esse índice deve ser maior que um, indicando que a empresa teria ativos ou investimentos suficientes no curto prazo (com expectativa de se tornarem caixa) para honrar as obrigações de curto prazo (MÁLAGA, 2012).

Conforme Assaf Neto (2012, p. 177) “[...] a liquidez corrente indica o quanto existe de ativo circulante para cada R\$ 1 de dívida de curto prazo”.

Gitman (2004) afirma que, em geral, quanto mais alto o valor do índice de liquidez corrente, mais a empresa é considerada líquida. Não há uma regra padrão de qual é o mínimo para o índice ser considerado aceitável, pois isto varia de setor para setor. Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$ILC = \text{Ativo circulante} / \text{Passivo Circulante} \quad (21)$$

2.8.2 Índice de liquidez real

Segundo Fleuri et (2015), um índice real de liquidez deve medir qual o percentual de ativos de longo prazo (ALP, formado por realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado líquido e intangível) e de necessidade de capital de giro (NCG) que está coberto por recursos de longo prazo, representados por passivo de longo prazo mais patrimônio líquido (RLP).

Ainda segundo o autor, o índice de liquidez no modelo dinâmico demonstra o quanto a empresa utiliza de recursos de curto prazo para financiar seus investimentos a longo prazo, e não se ela pode honrar seus compromissos de curto prazo, como nos modelos tradicionais. Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$ILR = RLP / (ALP + NCG) \quad (21)$$

2.8.3 Capital de Giro Líquido (CGL)

Málaga (2012) admite que, se os gestores tomam decisões equilibradas de investimento e financiamento, todo passivo circulante (dívidas que vencem em até um ano da data de publicação do balanço) deveria estar lastreado por ativos circulantes ou, em outras palavras, deveria ser utilizado no financiamento dos investimentos de curto prazo. Esse colchão de liquidez é denominado capital de giro líquido.

Já Assaf Neto (2012) afirma que o capital de giro líquido é definido como o excedente de aplicações a curto prazo (em ativos circulantes) em relação às captações de recursos processadas também a curto prazo (passivo circulante). É encontrado através da seguinte equação:

$$CGL = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo circulante} \quad (25)$$

2.8.4 Necessidade de Capital de Giro (NCG) ou Necessidade de Investimento em Giro (NIG)

A necessidade de investimento em giro (NIG) mostra o quanto de capital permanente que empresa necessita para financiar seu capital de giro (ASSAF NETO, 2012).

Conforme Fleuriet e Zeidan (2015), a Necessidade de Capital de Giro é um conceito econômico-financeiro e não uma regra ou norma legal. Refere-se ao saldo de contas cíclicas ligadas às operações da empresa que financiam o Capital de Giro de maneira não onerosa.

Ainda segundo os autores, ativos erráticos geralmente incluem disponibilidades de caixa e equivalentes, investimentos de curto prazo e outros ativos não ligados à produção. Passivos erráticos incluem empréstimos/financiamentos de curto prazo e outros passivos não vinculados à operação.

Ativos circulantes operacionais (ACO) são mantidos por menos de 12 meses - em princípio - e necessários para a produção ou venda, ou ambos, e incluem o seguinte:

- ✓ Clientes (contas a receber);
- ✓ Estoques;
- ✓ Despesas antecipadas;
- ✓ Outros ativos circulantes ligados à atividade operacional.

Passivos circulantes operacionais (PCO) são ligados à negociação com consumidores e fornecedores em operações recorrentes, e incluem:

- ✓ Fornecedores;
- ✓ Salários e encargos a pagar;
- ✓ Obrigações fiscais ligadas a operações correntes;
- ✓ Adiantamento de clientes;
- ✓ Outros passivos circulantes ligados à atividade operacional.

A Necessidade de Capital de Giro pode ser encontrada através da seguinte fórmula:

$$NCG=ACO-PCO \quad (26)$$

2.8.5 Fluxo de caixa livre (*Free Cash Flow*)

Segundo Málaga (2012), o mercado trabalha também com o *free cash flow*, que é o caixa disponível para realizar novos investimentos e para remunerar sócios e credores. Essa métrica é utilizada comumente por analistas financeiros, principalmente em processos de avaliação de empresas. O Fluxo de Caixa Livre (FCL) é resultado do fluxo de caixa operacional (FCO) menos os investimentos de capital necessários para manter a capacidade atual da empresa

O valor de caixa livre de despesas, necessidades de reinvestimento e investimento em giro que uma empresa gera denomina-se Fluxo de Caixa Livre

(ASSAF NETO, 2014a). Esse excesso da empresa, ou somente dos acionistas, é o que pode ser efetivamente utilizado para pagamento ou distribuição aos proprietários de capital.

O ideal é separar o que é investimento de manutenção (geralmente, adota-se a depreciação como essa métrica de investimento) e o que é investimento em expansão, pois o fato de um FCL estar temporariamente negativo não é algo necessariamente ruim, já que os recursos que faltam podem estar sendo financiados pelos credores ou capitalização quando os investimentos líquidos em capital superarem a depreciação, demonstrando interesse da empresa em manter o crescimento (HOJI, 2017).

Devido ao fato de as companhias utilizadas no estudo não demonstrarem separadamente os investimentos de manutenção/expansão, analistas de mercado como Citi Corretora, casas de análise como Suno Research e as próprias companhias utilizaram o Caixa Líquido das Atividades de Investimento demonstrado na DFC, e a fórmula utilizada neste estudo será a seguinte:

Quadro 7 - Fluxo de Caixa Livre

Fluxo de Caixa Operacional
(+) Fluxo de Caixa dos Investimentos
(=) Fluxo de Caixa Livre

Fonte: O autor, adaptado de Fleuri et al. (2015)

2.9 Índices de endividamento

Marion (2009) afirma que é por meio do resultado desses indicadores que teremos referência de qual é o nível de endividamento em que a empresa se encontra no momento da análise.

Analisar a forma de como a empresa se endivida, sua evolução de dívidas e da estrutura de capital ao longo do tempo e os impactos que causam na situação econômico-financeira da empresa é um dos pontos mais importantes relativos à análise das demonstrações contábeis (BRUNI, 2011). O uso de capital de terceiros

permite à empresa alavancar a *performance* de seus capitais próprios, mas o desembolso com juros e principal pode comprometer a solvência da empresa.

2.9.1 Índice de Endividamento (IE)

Este índice expressa percentagem do ativo total financiada com recursos de terceiros. Sob a ótica do risco de falência da empresa, é um indicador do tipo quanto maior, pior (BRUNI, 2011).

Quanto menor o percentual encontrado no Índice de Endividamento, menor é a dependência da empresa por recursos de terceiros nas suas operações (Blatt, 2001). Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$IE = \text{Capital de Terceiros} / \text{Ativos} \quad (27)$$

2.9.2 Índice de Participação do Capital de Terceiros (IPCT)

Conforme Bruni (2011), a participação de capitais de terceiros sobre capitais próprios indica a relação entre os de terceiros sobre o capital dos sócios. O quociente obtido indica quanto de terceiros a empresa captou para cada R\$ 1,00 colocado pelos sócios.

Um índice pequeno não é necessariamente algo bom, como explica Blatt (2001), já que uma empresa pode obter um retorno maior quando utilizado de maneira prudente o capital de terceiros. Deve-se avaliar sua estrutura de capitais de acordo com o ramo de atuação da empresa. Via de regra, quanto menor, melhor a capacidade financeira da empresa.

Iudícibus (2012) aponta que grande parte das empresas que vão à falência apresentam, por um período consistente de tempo, um elevado índice de Participação do Capital de Terceiros. Pode ser calculado através da seguinte fórmula:

$$IPCT = \text{Exigível Total} / \text{Patrimônio Líquido} \quad (28)$$

2.9.3 Índice de Composição do Endividamento (ICE)

Este índice expressa o quanto do endividamento total da empresa está concentrado no curto prazo (BRUNI, 2011). De modo geral, quanto maior é o nível de endividamento no curto prazo, pior.

Ribeiro (2009) pontua que os recursos para saldar os compromissos de longo prazo poderão surgir das operações normais da empresa, por isso um endividamento elevado de curto prazo pode fazer com que a empresa não tenha tempo suficiente para obter recursos financeiros de uma forma saudável para quitar com essas obrigações. Pode ser encontrado através da seguinte equação:

$$ICE = \text{Passivo Circulante} / \text{Exigível total} \quad (29)$$

2.9.4 Dívida líquida/Fluxo de caixa operacional

Diversos analistas de mercado utilizam indicadores para avaliar a capacidade de amortização da empresa diante de sua dívida. Na maioria dos casos, utilizam o EBITDA para avaliação da geração bruta de caixa. Reis (2017), da Suno Research, pontua que a equação Dívida Líquida/EBITDA é útil para avaliar a capacidade de a empresa honrar seu endividamento perante a sua geração de caixa.

Sérgio Oba, analista da Empiricus Research, qualificado tecnicamente com o Certificado Nacional do Profissional de Investimento (CNPI), afirma que esta equação demonstra o quanto uma empresa está alavancada perante a sua geração bruta de caixa.

O EBITDA é uma medida de geração potencial de caixa, assim como o Fluxo de Caixa das Operações (MÁLAGA, 2012). A diferença é que o FCO inclui o imposto de renda e contribuição social correntes e incidentes sobre o lucro tributável, e após a subtração de eventos não relacionados à operação (que impactaram o lucro contábil) e que não afetaram o caixa (como as provisões). O autor ainda afirma que se o objetivo é obter uma métrica mais próxima da geração de caixa disponível, o FCO é uma medida superior ao EBITDA, já que há que se remunerar o governo. Dessa forma, o FCO corrigiria esta deficiência apontada pelo EBITDA.

Assim, a equação a ser utilizada neste trabalho para a capacidade da amortização da empresa é a seguinte:

$$DL/FCO = (\text{Empréstimos e financiamentos} - \text{Caixa e equivalentes}) / FCO \quad (31)$$

2.9.5 Grau de Alavancagem Financeira (GAF)

Quando há a presença de recursos de terceiros na estrutura de capital da empresa captados a um custo menor do que o retorno produzido pela aplicação desses recursos, temos um caso de alavancagem financeira, onde o recurso dos terceiros alavanca a rentabilidade do capital dos acionistas (ASSAF NETO, 2012).

Hoji (2017) afirma que os graus de alavancagem financeira podem ser interpretados da seguinte forma:

GAF = 1: Alavancagem financeira nula

GAF > 1: Alavancagem financeira favorável

GAF < 1: Alavancagem financeira desfavorável

Pode se calcular o GAF da seguinte forma:

$$GAF = \frac{\text{Variação percentual Lucro Antes dos Impostos}}{\text{Variação percentual Lucro Operacional}} \quad (32)$$

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia indica de que maneira se trabalhou na investigação e exposição da pesquisa, descrevendo procedimentos, métodos e caminhos a serem utilizados na realização do trabalho (CHEMIN, 2015).

3.1 Tipo de pesquisa

A autora afirma que o projeto deve esclarecer, com base no modo de abordagem, se é uma pesquisa de natureza qualitativa, quantitativa ou quali-quantitativa; quantos aos objetivos gerais, se é de natureza exploratória, descritiva ou explicativa; e quantos aos procedimentos técnicos, se é pesquisa bibliográfica, documental, levantamento de dados, estudo de caso, entre outros.

3.1.1 Caracterização da pesquisa quanto à abordagem

A pesquisa qualitativa, segundo Chemin (2015), é feita de maneira mais generalizada e inter-relacionada com fatores diversos, não tendo preocupação estatística.

A pesquisa quantitativa, conforme afirma a autora, exige descrição rigorosa das informações que foram obtidas, que podem ser medidas, mensuradas e contadas, sendo geralmente apresentadas em formas de tabelas e gráficos, envolvendo estatística e apresentando uma linha de ação final.

Já a pesquisa quali-quantitativa, segundo a mesma, é uma pesquisa que pode englobar procedimentos tanto quantitativos quanto qualitativos, tornando a

pesquisa positiva, já que ambas abordagens apresentam aspectos fortes e fracos, e são complementares. Neste estudo utilizou-se a pesquisa quali-quantitativa.

3.1.2 Caracterização da pesquisa quanto aos procedimentos técnicos

Para a análise dos fatos sob um ponto de vista prático, ou para confronto da teoria em relação aos materiais consultados na pesquisa, é necessário informar a forma utilizada para a coleta de dados. Segundo Chemin (2015), dois grandes grupos delineiam a coleta de dados: aqueles que são com foco nas fontes documentais e pesquisa bibliográfica, e aqueles onde envolvem dados fornecidos por pessoas, como pesquisa experimental, pesquisa participante, entre outros.

Este estudo se enquadra nas seguintes características quanto aos procedimentos técnicos, conforme explana a autora:

- a) Pesquisa bibliográfica: este tipo de pesquisa é utilizada em todas pesquisas, e se utiliza basicamente de materiais impressos e publicados de diversos autores/fontes, conforme afirma a autora. O presente estudo se enquadra desta maneira pois encontra toda sua fundamentação teórica em livros e publicações, para posterior aplicação na prática;
- b) Pesquisa documental: de maneira geral, a pesquisa documental advém de fontes que não receberam organização, tratamento analítico e publicação específica, como relatórios de empresas, legislação, entre outros. O estudo efetuado se utiliza da pesquisa documental de segunda mão, pois são analisados documentos públicos das empresas em estudo, bem como legislações pertinentes ao estudo;
- c) Estudo de caso: o estudo de caso procura estudar de maneira aprofundada um ou poucos objetos, propiciando que um mesmo problema de pesquisa possa ser tratado como um estudo de caso múltiplo, onde os casos estudados proporcionem evidências para diferentes contextos, tornando a pesquisa mais substancial e robusta. O trabalho realizado se caracteriza como estudo de caso pois estuda em profundidade e de forma analítica três empresas;

- d) Pesquisa *ex-post facto*: este tipo de pesquisa, também conhecida como “causal comparativa” ou “correlacional” busca estudar um evento já ocorrido, e em seguida tenta encontrar as possíveis causas ou fatores que originaram este evento. O presente estudo tem esta característica pois busca explicar determinados retornos operacionais e variações de cotações através de resultados e eventos passados das companhias;
- e) Estudo de coorte: este tipo de estudo refere-se a um grupo que possui características em comum, servindo de amostra a ser acompanhada por um determinado período de tempo. O estudo realizado se caracteriza como estudo de coorte, pois analisa de maneira temporal três empresas com características semelhantes.

3.1.3 Caracterização de pesquisa quanto aos objetivos

Segundo Chemin (2015), a investigação do objetivo pode se dar mediante pesquisa exploratória, descritiva ou causal.

A autora afirma ainda que a pesquisa exploratória busca proporcionar uma melhor compreensão do problema a ser investigado, envolvendo revisão de literatura, testes padronizados, entre outros.

Gil (2002) afirma que a pesquisa exploratória tem com objetivo aprimorar ideias ou intuições, a partir da construção de hipóteses formuladas com o intuito de dar maior familiaridade ao problema.

Na pesquisa descritiva, o objetivo é descrever características de determinada população/fenômeno, ou estabelecer uma relação entre variáveis, geralmente baseada em levantamento de dados ou pesquisa bibliográfica/documental (CHEMIN, 2015).

A pesquisa causal, conforme afirma Malhotra (2006), têm como fator preponderante a busca de fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fatos ou fenômenos, buscando relações de causa e efeito.

Este tipo de pesquisa é o mais aprofundado, pois explica a razão e o porquê das coisas (GIL, 2002). Desta forma, se caracteriza como o tipo mais complexo de pesquisa, pois o risco de se cometer erros aumenta consideravelmente.

O estudo realizado tem caráter exploratório e causal, pois busca-se entender com mais profundidade o tema a ser estudado, e causal pois procura-se relações de causa e efeito entre os fatores apontados.

3.2 População e amostra da pesquisa

A população, segundo Chemin (2015), representa a totalidade dos elementos que possuem informações relevantes ao entendimento do problema de pesquisa. Já a amostra se refere apenas à uma parte da população do estudo, podendo-se optar por duas técnicas de amostragem: probabilística e não probabilística. Na primeira, os elementos são escolhidos aleatoriamente, havendo probabilidade igual para todos os elementos, enquanto que na segunda os elementos são selecionados de forma intencional, acidental ou por quotas

A população desta pesquisa se refere às empresas dos segmentos de Tecidos, Vestuário e Calçados e Vestuário da BOVESPA. A amostra são as empresas Lojas Renner, Companhia Hering e Grupo Guararapes, escolhidas de maneira não probabilística, pelo modelo de negócios de varejo de moda ser similar.

3.3 Plano de coleta de dados

Descreve as técnicas utilizadas para coletar os dados que irão delinear a pesquisa, devendo incluir modelos de questionários, testes, escalas, roteiros e outras questões pertinentes ao trabalho (CHEMIN, 2015).

Para este trabalho, foram coletados os dados das empresas em estudo e dos índices através do site da BM&FBOVESPA, contendo as demonstrações financeiras e outros documentos. Além disso, na área de Relação com Investidores (RI) nos sites das empresas também foram coletados dados de demonstrações financeiras e

teleconferências realizadas entre o departamento de RI e analistas financeiros/investidores. O período dos dados coletados é dos anos de 2013 a 2017.

3.4 Tratamento e análise dos dados coletados

Segundo Chemin (2015), nesta etapa busca-se resumir a obtenção dos dados e informações coletadas através do processo de interpretação dos resultados e obtenção de respostas à pesquisa através de diferentes tipos de raciocínio.

Os dados coletados serviram de base para o cálculo dos indicadores, que foram planilhados de maneira temporal e comparativa. Após, os resultados encontrados foram comparados a um determinado *benchmark* e interpretados de maneira que se possa entender a relevância dos mesmos.

4 CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS

Neste capítulo apresentam-se as empresas estudadas

4.1 Lojas Renner (LREN3)

A Lojas Renner S.A. é a maior varejista de moda do Brasil em termos de faturamento bruto. Constituída em 1965, está presente em todas as regiões do país e no exterior por meio de suas Lojas Renner, que oferece moda em diversos estilos, da Camicado, que é uma empresa no segmento de casa/decoração, e da YouCom, especializada em moda jovem. No final de 2017, contava com 512 unidades de negócio, sendo 330 Lojas Renner (3 no Uruguai), 98 Camicado e 84 Youcom, além de oferecer serviços financeiros como vendas financiadas, empréstimos pessoais e seguros através dos Cartões Renner. Do total das lojas, 93% delas, que são responsáveis por 91,8% do faturamento da Companhia, estão localizadas em *shopping centers* em todas regiões pelo Brasil, conforme formulários de referência.

4.2 Companhia Hering (HGTX3)

A Cia. Hering é a maior rede de franquias de varejo do Brasil, com mais de 135 anos de história. Conforme formulários de referência, seu modelo de negócios é caracterizado pela gestão de marcas, produção e gestão de varejo. Conta com 04 marcas, que são: Hering, Hering Kids, PUC e Dzarm. A companhia tem um modelo de produção híbrido, caracterizado pela combinação de produção própria, terceirizada e *outsourcing* (compra de produto acabado). Em média, 80% dos itens vendidos são fabricados pela própria companhia. A Cia. Hering encerrou o ano de

2017 contando com 785 lojas em todos os estados brasileiros, das quais 617 são lojas Hering Store, 56 lojas PUC, 109 lojas Hering Kids e 03 lojas Dzarm, além de 20 lojas franqueadas localizadas no Paraguai, Bolívia e Uruguai, totalizando 805 unidades, além de ter uma rede de distribuição com 16.859 varejistas e 05 *webstores*. Das 805, 712 lojas são de franqueados, enquanto 93 são lojas próprias, demonstrando o grande foco no modelo de franquias do negócio. Os produtos Hering são responsáveis por 75% do faturamento da Companhia, estando entre as 25 marcas brasileiras mais valiosas, segundo pesquisa da Interbrand.

4.3 Lojas Riachuelo (Guararapes; GUAR3)

A Cia. Guararapes é o maior grupo empresarial e controlador da rede varejista Lojas Riachuelo. Contando com um modelo de produção híbrido de seus próprios produtos, onde parte é produzida internamente e parte é adquirida de aproximadamente 700 fornecedores, a Guararapes revende seus produtos através das lojas Riachuelo, que ao final de 2017 contabilizavam 302 unidades em operação e 636,7 mil m² de área de vendas em todos os estados brasileiros, sendo 46 lojas em imóveis próprios e 256 em imóveis alugados. A marca Guararapes foi responsável por 33,3% das vendas totais nas lojas Riachuelo. Com foco no público C e D, a Companhia tem sua própria financeira, chamada Midway Financeira, que é responsável pelo financiamento de seus clientes em suas vendas, oferecendo, além disso, empréstimos pessoais, seguros, assistências, entre outros, representando 25% das Receitas Líquidas da Companhia em 2017, contando com uma base de 29,5 milhões de Cartões Riachuelo cadastrados. A Guararapes também controla o Midway Mall, *shopping* localizado em Natal-RN, com 231 mil m² constituídos por três pavimentos, e é dona da Transportadora Casa Verde, que abastece sua rede de distribuição, conforme constam nos formulários de referência da companhia.

5 ANÁLISE HORIZONTAL E VERTICAL

A análise horizontal foi realizada com base no ano de 2013 e trouxe os resultados a partir do ano de 2014, e a análise vertical em todos os anos do período.

5.1 Guararapes

Tabela 3 - Análise vertical balanço patrimonial Guararapes

	2013	2014	2015	2016	2017
<u>ATIVO TOTAL</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
<u>ATIVO CIRCULANTE</u>	<u>55,0%</u>	<u>60,0%</u>	<u>59,3%</u>	<u>61,3%</u>	<u>63,1%</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	4,9%	6,0%	5,3%	8,2%	5,1%
Contas a Receber	32,0%	35,4%	35,8%	35,8%	39,2%
Clientes	32,0%	35,4%	35,8%	35,8%	39,2%
Estoques	11,7%	13,0%	10,7%	8,8%	9,1%
<u>ATIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>45,0%</u>	<u>40,0%</u>	<u>40,7%</u>	<u>38,7%</u>	<u>36,9%</u>
Imobilizado	35,1%	30,8%	29,9%	26,4%	23,1%
 <u>PASSIVO TOTAL</u>	 <u>100,0%</u>	 <u>100,0%</u>	 <u>100,0%</u>	 <u>100,0%</u>	 <u>100,0%</u>
<u>PASSIVO CIRCULANTE</u>	<u>26,1%</u>	<u>27,7%</u>	<u>39,0%</u>	<u>38,7%</u>	<u>35,4%</u>
Fornecedores	5,1%	4,3%	7,2%	6,0%	6,6%
Obrigações Fiscais	4,8%	4,8%	4,8%	3,2%	3,0%
Empréstimos e Financiamentos	3,6%	3,6%	12,0%	12,3%	7,3%
Obrigações com Administradoras de Cartões	4,8%	7,9%	9,1%	9,2%	10,7%
<u>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>14,5%</u>	<u>18,9%</u>	<u>12,4%</u>	<u>14,0%</u>	<u>14,2%</u>
Empréstimos e Financiamentos	8,5%	13,3%	8,3%	8,7%	9,0%
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONSOLIDADO</u>	<u>59,5%</u>	<u>53,5%</u>	<u>48,6%</u>	<u>47,3%</u>	<u>50,4%</u>
Capital Social Realizado	48,3%	43,8%	41,6%	41,0%	38,8%
Reservas de Lucros	7,7%	7,1%	4,9%	4,3%	9,8%
Reserva Legal	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,8%
Reserva de Lucros a Realizar	6,0%	5,5%	3,3%	2,8%	8,0%
Ajustes de Avaliação Patrimonial	3,4%	2,6%	2,2%	1,9%	1,8%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Tabela 4 - Análise horizontal balanço patrimonial Guararapes

	2014	2015	2016	2017
<u>ATIVO TOTAL</u>	<u>24,9%</u>	<u>17,3%</u>	<u>8,5%</u>	<u>5,6%</u>
<u>ATIVO CIRCULANTE</u>	<u>36,0%</u>	<u>15,9%</u>	<u>12,2%</u>	<u>8,7%</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	54,1%	2,3%	67,8%	-33,4%
Contas a Receber	38,1%	18,8%	8,4%	15,5%
Clientes	38,1%	18,8%	8,4%	15,5%
Estoques	38,6%	-3,8%	-11,1%	10,3%
<u>ATIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>11,2%</u>	<u>19,4%</u>	<u>3,2%</u>	<u>0,6%</u>
Imobilizado	9,7%	13,6%	-4,3%	-7,3%
 <u>PASSIVO TOTAL</u>	 <u>24,9%</u>	 <u>17,3%</u>	 <u>8,5%</u>	 <u>5,6%</u>
<u>PASSIVO CIRCULANTE</u>	<u>32,4%</u>	<u>65,2%</u>	<u>7,8%</u>	<u>-3,5%</u>
Fornecedores	5,1%	95,7%	-9,7%	15,5%
Obrigações Fiscais	24,9%	16,4%	-28,2%	-0,4%
Empréstimos e Financiamentos	24,3%	294,4%	11,4%	-37,6%
Obrigações com Administradoras de Cartões	104,9%	34,7%	10,2%	22,7%
<u>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>63,1%</u>	<u>-23,0%</u>	<u>22,6%</u>	<u>6,9%</u>
Empréstimos e Financiamentos	94,4%	-26,5%	13,3%	9,0%
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONSOLIDADO</u>	<u>12,3%</u>	<u>6,7%</u>	<u>5,4%</u>	<u>12,6%</u>
Capital Social Realizado	13,0%	11,5%	6,9%	0,0%
Reservas de Lucros	13,9%	-19,3%	-3,2%	138,6%
Reserva Legal	11,6%	17,2%	9,5%	21,8%
Reserva de Lucros a Realizar	14,5%	-29,4%	-9,0%	202,7%
Ajustes de Avaliação Patrimonial	-2,8%	-2,8%	-3,1%	-2,7%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Ativo

Observa-se que a Cia Guararapes aumentou a participação de seus investimentos no curto prazo, tendo em vista um aumento relevante de 36% no ativo circulante de 2013-2014, passando de 55% de representatividade nos investimentos totais para 60%, direcionado principalmente por uma elevação em seu contas a receber (+38,1%) e estoques (+38,6%). Os investimentos de curto prazo permaneceram relativamente constantes, sendo que no final de 2017 passaram a

representar 63,1% do ativo total, devido principalmente ao fato de que os investimentos em curto prazo foram constantemente superiores aos de longo prazo.

As Contas a Receber passaram de 32,0% do ativo total em 2013 para 35,4% em 2014, permanecendo nesta faixa até 2017, quando passaram a representar 39,2% do ativo total. Apesar de ser mais criteriosa em sua concessão de crédito nos períodos de desafios macroeconômicos, a expansão imprimida pela empresa, bem como o crescimento nas operações com celular e maior participação dos cartões embandeirados naturalmente levou a este aumento do Contas a Receber.

Os Estoques da empresa tiveram aumento de 2013-2014, vindo a representar 13,0% do ativo total em 2014, porém apresentando quedas em 2015 (-3,8%) e 2016 (-11,1%), vindo a representar 10,7% e 8,8% dos ativos totais, respectivamente. Conforme a Companhia afirma em seu formulário de referência, estas quedas foram decorrentes do forte controle de estoques e de demarcações efetuadas no período. Em 2017 a conta de estoques representava 9,1% dos investimentos, após aumento de 10,3% entre 2016-2017, reflexo do aumento das operações com celular e perfumaria, conforme menciona em formulário de referência.

O Imobilizado da empresa representava em 2013 o percentual de 35,1% do ativo total. Houve aumento de 9,7% e de 13,6% nos anos de 2014 e 2015, respectivamente, porém em menor intensidade do que em outras contas, fazendo com que no final de 2015 o imobilizado representasse 29,9% do ativo total. Devido ao cenário macroeconômico difícil, a companhia decidiu por reduzir seus investimentos em 2016 e 2017, diminuindo 4,3 e 7,3% respectivamente, terminando o ano de 2017 com representatividade de 23,1% sobre o ativo total.

Passivo

O passivo circulante da companhia apresenta um aumento destacado de 65,2% em 2015, saindo de um percentual de representatividade de 27,7% sobre o passivo total para 39,0%, decorrente principalmente do aumento em empréstimos e financiamentos no ano. De 2016 para 2017, ocorreu uma queda de 3,5% no passivo circulante decorrente também da movimentação no endividamento, com queda de 5 pontos percentuais nos empréstimos e financiamentos/debêntures.

A conta Fornecedores apresenta expressivo aumento de 95,7% entre os anos de 2014-2015, oriundo do aumento de fornecedores nacionais e também de fornecedores estrangeiros, passando a representar 7,2% do passivo total em 2015 ante 4,3% em 2014. Em 2016 ocorre uma queda de 9,7%, e em 2017 esse percentual passa a representar 6,6% do passivo total, decorrente de um aumento de 15,5% a.a.

A conta de empréstimos e financiamentos representa 12,1% do passivo no ano de 2013, porém após um aumento destacado de 73,7% em 2014, ela passa a representar 16,9% do passivo, e 20,3% em 2015. Os financiamentos foram captados principalmente junto ao BNDES e bancos privados, para subsidiar o crescimento das lojas da Companhia e reforçar o capital de giro. De 2016 para 2017, a conta de empréstimos e financiamentos tem redução de 18,3%, decorrentes de amortizações efetuadas pela companhia, passando a representar 16,3% do passivo.

A conta obrigações com administradoras de cartões apresenta crescimento elevado entre 2013/2014 de 104,9%, 34,7% em 2015 e 22,7% em 2017, vindo a representar 10,7% do passivo total em 2017 ante 4,8% em 2013. Este aumento decorre da estratégia da companhia em aumentar as vendas financiadas com seus cartões embandeirados através da Midway Financeira.

O Patrimônio Líquido, apesar de apresentar crescimento todos os anos, sai de uma representatividade de 59,5% em 2013 para 48,6% em 2015, decorrente principalmente do maior crescimento em outras fontes de financiamento, encerrando 2017 representando 50,4% do passivo total.

Tabela 5 - Análise horizontal demonstração de resultado do exercício Guararapes

	2014	2015	2016	2017
<u>Receita de Venda de Bens e/ou Serviços</u>	<u>16,2%</u>	<u>16,5%</u>	<u>7,5%</u>	<u>8,8%</u>
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	10,4%	19,6%	7,6%	-0,4%
<u>Resultado Bruto</u>	<u>20,1%</u>	<u>14,5%</u>	<u>7,5%</u>	<u>14,9%</u>
Despesas/Receitas Operacionais	23,1%	25,6%	11,2%	1,5%
Despesas com Vendas	24,6%	26,7%	11,9%	7,0%
Despesas Gerais e Administrativas	21,6%	26,5%	13,8%	11,5%
Gerais e Administrativas	21,8%	27,7%	14,1%	11,8%
Honorários da Administração	15,4%	-12,1%	-0,1%	-1,3%
Outras Receitas Operacionais	-136,1%	746,6%	120,9%	326,6%
<u>Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos</u>	<u>10,6%</u>	<u>-25,1%</u>	<u>-14,9%</u>	<u>120,2%</u>
Resultado Financeiro	-15,9%	217,9%	35,2%	-11,9%
Receitas Financeiras	67,0%	201,2%	8,9%	-46,2%
Despesas Financeiras	29,1%	206,2%	17,0%	-34,0%
<u>Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro</u>	<u>12,4%</u>	<u>-37,1%</u>	<u>-27,4%</u>	<u>181,6%</u>
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	6,0%	-76,3%	-244,6%	-588,5%
Corrente	41,3%	29,9%	-40,4%	29,7%
Diferido	254,5%	222,1%	-13,2%	-107,4%
<u>Resultado Líquido das Operações Continuadas</u>	<u>14,2%</u>	<u>-27,1%</u>	<u>-9,3%</u>	<u>79,6%</u>
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	14,2%	-27,1%	-9,3%	79,6%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Tabela 6 - Análise vertical demonstração de resultado do exercício Guararapes

	2013	2014	2015	2016	2017
<u>Receita de Venda de Bens e/ou Serviços</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-40,6%	-38,6%	-39,6%	-39,6%	-36,3%
<u>Resultado Bruto</u>	<u>59,4%</u>	<u>61,4%</u>	<u>60,4%</u>	<u>60,4%</u>	<u>63,7%</u>
Despesas/Receitas Operacionais	-45,4%	-48,0%	-51,8%	-53,5%	-49,9%
Despesas com Vendas	-35,3%	-37,9%	-41,2%	-42,8%	-42,1%
Despesas Gerais e Administrativas	-9,8%	-10,3%	-11,1%	-11,8%	-12,1%
Gerais e Administrativas	-9,5%	-9,9%	-10,9%	-11,6%	-11,9%
Honorários da Administração	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%	-0,2%
Outras Receitas Operacionais	-0,2%	0,1%	0,5%	1,1%	4,3%
<u>Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos</u>	<u>14,1%</u>	<u>13,4%</u>	<u>8,6%</u>	<u>6,8%</u>	<u>13,8%</u>
Resultado Financeiro	-0,9%	-0,6%	-1,7%	-2,2%	-1,8%
Receitas Financeiras	1,0%	1,5%	3,9%	3,9%	1,9%
Despesas Financeiras	-1,9%	-2,1%	-5,6%	-6,1%	-3,7%

(Continua...)

Tabela 6 - Análise vertical demonstração de resultado do exercício Guararapes

(Conclusão)

	2013	2014	2015	2016	2017
<u>Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro</u>	<u>13,2%</u>	<u>12,7%</u>	<u>6,9%</u>	<u>4,7%</u>	<u>12,0%</u>
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-2,8%	-2,6%	-0,5%	0,7%	-3,2%
Corrente	-3,3%	-4,0%	-4,5%	-2,5%	-3,0%
Diferido	0,5%	1,4%	4,0%	3,2%	-0,2%
<u>Resultado Líquido das Operações Continuadas</u>	<u>10,3%</u>	<u>10,2%</u>	<u>6,4%</u>	<u>5,4%</u>	<u>8,8%</u>
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	10,3%	10,2%	6,4%	5,4%	8,8%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Resultado

As receitas da companhia cresceram em todos os anos, tendo um crescimento médio de 16,3% a.a em 2014 e 2015, e apresentaram um crescimento menor em 2016 e 2017, ficando na média de 8,2% de crescimento, decorrente do ambiente econômico de crise.

No Custo dos Produtos Vendidos, a Guararapes verificou um importante decréscimo em 0,4% de 2016 para 2017, fazendo com que o CPV representasse 36,3% da Receita Líquida, contra uma média de 39,6% nos anos anteriores. Essa queda é reflexo de um aumento da Receita em 8,8% e também do bom desempenho das novas coleções e de estratégias que implementaram melhorias na operação comercial, mantendo o nível de estoques mais adequados.

As despesas operacionais cresceram em todos os anos, principalmente por conta dos planos de expansão e abertura de novas unidades pela companhia. As despesas gerais e administrativas e despesas com vendas representavam 45,1% da Receita em 2013, em 2014 representavam 48,1%, em 2015 correspondiam a 52,3% das receitas, e em 2016 ficaram no patamar de 54,6%, em linha com o ano de 2017, de 54,2% de representatividade sobre as receitas. O aumento do percentual se deve principalmente ao fato de que o acréscimo ano após ano foi maior do que a expansão das receitas.

O aumento em Outras Receitas Operacionais, que representava 0,5% sobre as receitas em 2015, no percentual de 120,9% em 2016, se refere a trabalhos de recuperação de tributos (PIS/COFINS) e outros, enquanto em 2017 o aumento de

326,6% é explicado pela reversão da provisão do ICMS na base de cálculo da PIS/COFINS e outros trabalhos voltados às contribuições citadas, vindo a representar 4,3% sobre a receita.

Na linha do resultado financeiro, o aumento em 2015 de 217,9% se refere às operações de ganho de receita financeira com derivativos para minimizar efeitos de oscilação da taxa de câmbio ao passo em que a despesa financeira foi decorrente da variação cambial. Em 2017 a companhia teve menos receitas/despesas financeiras pois utilizou o caixa e aplicações financeiras para amortizar empréstimos, representando 1,8% das sobre as receitas.

A linha de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro apresenta bastante oscilação devido ao fato de haver grande movimentação de IR e CSLL diferidos, notando-se uma queda de 76,3% em 2015, o que fez com que o IR/CSLL saíssem de 2,6% em 2014 para 0,5% da receita, e em 2017 subisse para 3,2%.

5.2 Hering

Tabela 7 - Análise vertical balanço patrimonial Hering

	2013	2014	2015	2016	2017
<u>ATIVO TOTAL</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
<u>ATIVO CIRCULANTE</u>	<u>72,0%</u>	<u>70,7%</u>	<u>65,6%</u>	<u>66,4%</u>	<u>66,3%</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	10,8%	12,7%	7,3%	13,4%	9,7%
Contas a Receber	37,5%	36,4%	34,3%	30,6%	30,5%
Clientes	36,8%	35,7%	33,6%	29,4%	29,6%
Estoques	22,8%	20,7%	21,6%	20,2%	22,7%
<u>ATIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>28,0%</u>	<u>29,3%</u>	<u>34,4%</u>	<u>33,6%</u>	<u>33,7%</u>
Imobilizado	21,4%	21,0%	22,1%	20,3%	20,5%
Intangível	4,2%	6,2%	7,7%	7,6%	7,5%
<u>PASSIVO TOTAL</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
<u>PASSIVO CIRCULANTE</u>	<u>24,1%</u>	<u>21,9%</u>	<u>17,8%</u>	<u>18,0%</u>	<u>18,6%</u>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	2,8%	2,8%	2,9%	2,9%	2,6%
Fornecedores	11,8%	12,0%	10,3%	11,3%	8,3%

(Continua...)

Tabela 7 - Análise vertical balanço patrimonial Hering

(Conclusão)

	2013	2014	2015	2016	2017
Obrigações Fiscais	4,8%	2,1%	1,4%	1,4%	1,6%
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONSOLIDADO</u>	<u>69,8%</u>	<u>75,1%</u>	<u>79,7%</u>	<u>79,1%</u>	<u>80,2%</u>
Capital Social Realizado	18,4%	21,9%	23,5%	23,5%	24,0%
Reservas de Lucros	49,9%	52,2%	56,8%	53,8%	53,7%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Tabela 8 - Análise horizontal balanço patrimonial Hering

	2014	2015	2016	2017
<u>ATIVO TOTAL</u>	<u>10,2%</u>	<u>2,8%</u>	<u>3,8%</u>	<u>0,6%</u>
<u>ATIVO CIRCULANTE</u>	<u>8,3%</u>	<u>-4,6%</u>	<u>5,1%</u>	<u>0,5%</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	29,4%	40,6%	89,4%	27,3%
Contas a Receber	6,9%	-2,9%	-7,4%	0,1%
Clientes	6,8%	-3,1%	-9,2%	1,4%
Estoques	0,5%	7,2%	-3,2%	13,5%
<u>ATIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>15,4%</u>	<u>20,7%</u>	<u>1,4%</u>	<u>0,9%</u>
Imobilizado	8,2%	8,1%	-4,6%	1,6%
Intangível	62,6%	27,9%	2,0%	-0,8%
<u>PASSIVO TOTAL</u>	<u>10,2%</u>	<u>2,8%</u>	<u>3,8%</u>	<u>0,6%</u>
<u>PASSIVO CIRCULANTE</u>	<u>0,3%</u>	<u>16,4%</u>	<u>5,0%</u>	<u>4,1%</u>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	10,1%	4,6%	6,0%	-9,9%
Fornecedores	11,9%	11,9%	14,0%	26,1%
Obrigações Fiscais	52,0%	32,7%	1,9%	17,6%
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONSOLIDADO</u>	<u>18,6%</u>	<u>9,1%</u>	<u>3,0%</u>	<u>1,9%</u>
Capital Social Realizado	30,8%	10,6%	3,8%	2,8%
Reservas de Lucros	15,4%	11,9%	-1,7%	0,3%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Ativo

Os investimentos no curto prazo representavam em 2013 72,0% dos investimentos totais da Hering, recuando para o patamar de 70,7% em 2014, pois o ativo não-circulante cresceu em proporção maior do que o crescimento do AC, direcionado principalmente por investimentos no imobilizado e intangível. Após leve retração em 2015 de 4,6%, direcionado principalmente por redução no contas a

receber e no caixa, passou a representar 65,6% dos investimentos, mantendo-se nesta faixa até 2017.

A Hering possui uma gestão financeira muito conservadora, e o caixa sempre representou parcela relevante de seus ativos totais. Em 2013 era 10,8%, subindo para 12,7% em 2014. Observa-se quedas acentuadas em 2015 (-40,6%), decorrente de uma geração de caixa líquido operacional menor, e em 2017 (-27,3%), decorrente de uma maior necessidade de capital de giro em função da retomada das vendas, ao passo que em 2016 observou aumento relevante de 89,4%, devido à geração de caixa da operação, representando 9,7% do ativo total em 2017.

Em 2015, observa-se uma queda de 3,1% em clientes, passando a representar 33,6% do ativo ante 35,7% no ano anterior, reflexo da redução do faturamento da companhia (-5,3%) e compensado parcialmente pela concessão de maior prazo médio de recebimento. A tendência segue no ano de 2016, com 9,2% de queda, pelos mesmos motivos citados anteriormente, passando a representar 29,4% dos investimentos, estabilizando no mesmo percentual para o ano de 2017.

Os estoques sempre representaram percentual relevante dos investimentos no ativo, entre 20,2% e 22,8%. Nota-se um investimento relevante em 2017, de aproximadamente R\$ 41 milhões, representando um aumento de 13,5% a.a, devido à retomada das vendas.

A empresa tem investimentos relevantes em imobilizado, representando entre 20,3% e 22,1% dos investimentos. Durante os primeiros anos a Hering cresceu os investimentos em imobilizado aproximadamente 8,1% a.a, porém reduziu em 2016 devido ao ambiente econômico desafiador, no percentual de 4,6%, devido ao saldo líquido da depreciação ser maior do que os investimentos no ano e também a uma reclassificação de item para bem destinado à venda, e voltou a crescer em 2017 visualizando melhora na atividade econômica.

Passivo

As origens de financiamento de curto prazo representavam 24,1% do passivo total em 2013, caindo gradativamente até chegar no percentual médio de 18,0% a

partir de 2015. Os fatores que direcionaram essa estrutura foram o aumento constante das fontes do patrimônio líquido e da variação da conta fornecedores.

As origens de recursos mais relevantes da Hering, que não sejam seus capitais próprios, provêm dos fornecedores, variando de 10,3% e 12,0% entre 2013 e 2016. Um aumento de prazo com fornecedores observou-se nos anos de 2014 e 2016, ao passo que no ano de 2015 houve redução do prazo. No exercício de 2017, o percentual em relação ao passivo total ficou abaixo da média, em 8,3%. Em 2016 há um aumento decorrente de antecipação de compras.

O Patrimônio Líquido é a fonte de recursos mais significativa da empresa. Em 2013 esse percentual era de 69,8%, crescendo ao longo do período, estabelecendo-se em 80,2% em 2017, oriundo principalmente do resultado do período retido nas reservas de lucros.

Tabela 9 - Análise vertical demonstração de resultado do exercício Hering

	2013	2014	2015	2016	2017
<u>Receita de Venda de Bens e/ou Serviços</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-54,8%	-56,3%	-60,5%	-60,5%	-55,8%
<u>Resultado Bruto</u>	<u>45,2%</u>	<u>43,7%</u>	<u>39,5%</u>	<u>39,5%</u>	<u>44,2%</u>
Despesas/Receitas Operacionais	-21,0%	-22,4%	-25,9%	-29,2%	-31,4%
Despesas com Vendas	-15,6%	-17,4%	-20,0%	-22,1%	-22,4%
Despesas Gerais e Administrativas	-4,1%	-4,2%	-4,7%	-5,6%	-6,0%
Outras Receitas Operacionais	0,3%	0,2%	0,7%	0,9%	1,3%
Outras Despesas Operacionais	-1,7%	-1,0%	-1,9%	-2,5%	-4,3%
<u>Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos</u>	<u>24,1%</u>	<u>21,3%</u>	<u>13,6%</u>	<u>10,2%</u>	<u>12,8%</u>
Resultado Financeiro	1,7%	2,0%	2,5%	3,2%	5,1%
Receitas Financeiras	3,6%	3,9%	4,9%	6,2%	6,9%
Despesas Financeiras	-1,9%	-1,8%	-2,4%	-3,0%	-1,8%
<u>Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro</u>	<u>25,8%</u>	<u>23,3%</u>	<u>16,1%</u>	<u>13,4%</u>	<u>17,8%</u>
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-6,9%	-4,3%	1,6%	0,1%	-1,0%
Corrente	-6,9%	-4,4%	0,1%	0,1%	-1,2%
Diferido	0,1%	0,1%	1,5%	0,0%	0,3%
<u>Resultado Líquido das Operações Continuadas</u>	<u>18,9%</u>	<u>19,0%</u>	<u>17,7%</u>	<u>13,5%</u>	<u>16,9%</u>
<u>Lucro/Prejuízo Consolidado do Período</u>	<u>18,9%</u>	<u>19,0%</u>	<u>17,7%</u>	<u>13,5%</u>	<u>16,9%</u>

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Tabela 10 - Análise horizontal demonstração de resultado do exercício Hering

	2014	2015	2016	2017
<u>Receita de Venda de Bens e/ou Serviços</u>	<u>-0,1%</u>	<u>-5,3%</u>	<u>-7,2%</u>	<u>5,9%</u>
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	2,5%	1,8%	-7,1%	-2,3%
<u>Resultado Bruto</u>	<u>-3,3%</u>	<u>-14,5%</u>	<u>-7,3%</u>	<u>18,6%</u>
Despesas/Receitas Operacionais	6,5%	9,4%	4,7%	13,7%
Despesas com Vendas	11,5%	9,0%	2,2%	7,7%
Despesas Gerais e Administrativas	3,0%	6,3%	9,1%	13,3%
Outras Receitas Operacionais	-33,8%	233,4%	7,0%	57,1%
Outras Despesas Operacionais	-39,5%	75,7%	21,4%	84,0%
<u>Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos</u>	<u>-11,8%</u>	<u>-39,6%</u>	<u>-30,0%</u>	<u>32,4%</u>
Resultado Financeiro	19,4%	14,9%	18,2%	69,5%
Receitas Financeiras	8,0%	20,4%	16,7%	18,5%
Despesas Financeiras	-2,5%	26,5%	15,1%	-35,2%
<u>Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro</u>	<u>-9,7%</u>	<u>-34,8%</u>	<u>-22,6%</u>	<u>41,1%</u>
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-37,1%	-135,7%	-93,0%	-929,7%
Corrente	-36,5%	-102,2%	8,3%	-1181%
Diferido	21,8%	1779,9%	-99,8%	7770,6%
<u>Resultado Líquido das Operações Continuadas</u>	<u>0,2%</u>	<u>-11,8%</u>	<u>-29,1%</u>	<u>32,3%</u>
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	0,2%	-11,8%	-29,1%	32,3%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Resultado

As receitas da companhia apresentam queda de 2013 a 2016, levando-se em consideração o cenário macroeconômico de crise, somado a uma nova estratégia de vendas adotada em 2015, reportando uma melhora em 2017, porém inferior ainda aos níveis de 2013. Percebe-se uma resiliência no desempenho das lojas próprias, pois comparando ano a ano, observa-se crescimento em todos anos, mesmo em anos de maior dificuldade nos canais varejo e franquia, conforme demonstrado nos formulários de referência da empresa.

O custo dos produtos vendidos representa média de 55,6% nos anos de 2013 e 2014, observando-se um crescimento em 2015 decorrente da não diluição de custos fixos em contraponto à queda de receita e aumento de custos, bem como do foco na venda de artigos de coleções anteriores que permaneciam estocados, fazendo com que em 2015 o CPV representasse 60,5% da receita. Apesar da

melhor gestão de estoques em 2016, a queda da receita em linha com o CPV manteve o percentual de representatividade igual. Já em 2017, devido à melhora da qualidade dos estoques e controle de custos, conforme a Cia afirma em seu formulário de referência (redução de 2,3%), combinado com o aumento da receita fez com que o percentual do CPV sobre a receita voltasse em linha com a média inicial, ficando em 55,8%.

Na linha de despesas operacionais, observa-se um crescimento ao longo de todos os anos, ao passo em que a receita apresentou queda em três anos (comparativo ano a ano), representando maior percentual em relação à receita. As despesas com vendas cresceram devido ao aumento do número de lojas nos primeiros anos, a reajustes salariais, campanhas de marketing e redução de estoques, mudanças organizacionais e subsídios a franqueados para reforma de lojas nos últimos, no esforço de retomar as vendas.

Nas despesas gerais e administrativas observa-se um aumento decorrente de execução de projetos estratégicos e relacionados à tecnologia, como aplicação do *omnichannel*² para um posicionamento melhor perante ao consumidor em 2017, e nos outros anos decorrente principalmente de dissídios salariais e ajustes nos quadros de pessoal.

Na linha de depreciação e amortização observa-se uma maior representatividade nos resultados principalmente nos anos de 2016 (1,9% sobre a receita) e 2017 (2,1% sobre a receita), decorrentes do início das amortizações de investimentos realizados em software e dos demais investimentos realizados nos anos anteriores, que não acompanharam diretamente o desempenho das receitas. Observa-se um crescimento maior em investimentos no imobilizado e intangível do que as linhas de depreciação e amortização, mostrando que a empresa está investindo em expansão.

Na linha de resultados financeiros, observa-se um aumento ano a ano, decorrente de receitas financeiras de ações judiciais (2017), de receitas financeiras

² *Omnichannel* é a convergência de todos os canais que a empresa utiliza para se comunicar com o cliente, integrando mundo online com off-line, permitindo à empresa tratar o cliente da mesma forma em todos os pontos de contato e centralizando todas as informações de interações do cliente, seja por loja física, virtual ou central telefônica de vendas. Como exemplo, o cliente pode adquirir um produto online e trocar o produto em uma loja física.

de aplicações devido ao elevado caixa que a companhia possui em seu balanço, principalmente em 2013, 2014 e 2016, e de resultado líquido com derivativos referente a contratos futuros de compra de dólares em 2015, compensando o menor volume de caixa.

O lucro operacional vem caindo ano a ano devido à queda de receitas e aumento de despesas operacionais, apresentando melhora em 2017 devido à retomada de vendas e crescimento inferior das despesas em relação ao resultado bruto. Apesar de parcialmente compensado pelo resultado financeiro positivo e por uma dinâmica de impostos sobre o lucro que variam decorrente dos impostos correntes/diferidos ao longo dos anos, o resultado líquido das operações acompanha o desempenho operacional da empresa e apresenta queda ano a ano.

5.3 Renner

Tabela 11 - Análise vertical balanço patrimonial Renner

	2013	2014	2015	2016	2017
<u>ATIVO TOTAL</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
<u>ATIVO CIRCULANTE</u>	<u>66,5%</u>	<u>65,8%</u>	<u>63,5%</u>	<u>63,1%</u>	<u>65,0%</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	17,8%	15,7%	12,6%	13,8%	14,0%
Contas a Receber	35,9%	37,2%	38,7%	35,0%	35,7%
Clientes	34,8%	35,9%	36,2%	34,1%	35,0%
Estoques	11,2%	11,5%	10,6%	12,1%	12,2%
<u>ATIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>33,5%</u>	<u>34,2%</u>	<u>36,5%</u>	<u>36,9%</u>	<u>35,0%</u>
Imobilizado	23,5%	24,5%	26,3%	25,4%	24,0%
Intangível	7,1%	6,9%	7,2%	7,7%	7,0%
<u>PASSIVO TOTAL</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>	<u>100%</u>
<u>PASSIVO CIRCULANTE</u>	<u>42,8%</u>	<u>38,3%</u>	<u>39,6%</u>	<u>45,1%</u>	<u>39,0%</u>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	2,3%	2,7%	3,0%	2,8%	3,1%
Fornecedores	10,4%	10,6%	9,4%	10,5%	11,2%
Obrigações Fiscais	5,6%	6,0%	5,8%	6,3%	6,2%
Empréstimos e Financiamentos	16,3%	10,5%	12,1%	15,4%	6,8%
Outras Obrigações	7,8%	8,1%	8,7%	9,6%	11,2%
Obrigações com Administradora de Cartões	2,5%	3,7%	4,1%	4,5%	7,0%
<u>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>24,1%</u>	<u>26,9%</u>	<u>21,0%</u>	<u>14,2%</u>	<u>18,3%</u>
Empréstimos e Financiamentos	23,2%	26,2%	20,4%	13,6%	17,9%
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONSOLIDADO</u>	<u>33,1%</u>	<u>34,9%</u>	<u>39,4%</u>	<u>40,7%</u>	<u>42,7%</u>
Capital Social Realizado	15,9%	14,1%	19,4%	18,2%	33,9%
Reservas de Capital	4,9%	4,6%	4,5%	4,3%	0,9%
Reservas de Lucros	12,1%	15,8%	14,4%	18,8%	7,9%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Tabela 12 - Análise horizontal balanço patrimonial Renner

	2014	2015	2016	2017
<u>ATIVO TOTAL</u>	<u>17,8%</u>	<u>10,2%</u>	<u>10,4%</u>	<u>16,6%</u>
<u>ATIVO CIRCULANTE</u>	<u>16,6%</u>	<u>6,3%</u>	<u>9,8%</u>	<u>20,1%</u>
Caixa e Equivalentes de Caixa	4,1%	-11,6%	21,3%	18,4%
Contas a Receber	22,2%	14,5%	-0,1%	19,0%
Clientes	21,4%	11,1%	4,2%	19,7%
Estoques	20,8%	1,7%	25,7%	18,0%
<u>ATIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>20,3%</u>	<u>17,6%</u>	<u>11,5%</u>	<u>10,5%</u>
Imobilizado	22,6%	18,4%	6,5%	10,2%
Intangível	14,2%	14,6%	18,6%	5,2%
<u>PASSIVO TOTAL</u>	<u>17,8%</u>	<u>10,2%</u>	<u>10,4%</u>	<u>16,6%</u>
<u>PASSIVO CIRCULANTE</u>	<u>5,4%</u>	<u>13,8%</u>	<u>25,8%</u>	<u>0,8%</u>
Obrigações Sociais e Trabalhistas	39,3%	23,0%	2,7%	30,0%
Fornecedores	19,1%	-1,4%	22,8%	23,9%
Obrigações Fiscais	25,8%	7,0%	18,0%	16,4%
Empréstimos e Financiamentos	-23,9%	26,3%	41,0%	-48,1%
Outras Obrigações	22,3%	19,0%	22,0%	35,0%
Obrigações com Administradora de Cartões	72,4%	22,4%	21,1%	79,7%
<u>PASSIVO NÃO CIRCULANTE</u>	<u>31,1%</u>	<u>-13,7%</u>	<u>-25,4%</u>	<u>50,2%</u>
Empréstimos e Financiamentos	33,3%	-14,3%	-26,5%	53,9%
<u>PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONSOLIDADO</u>	<u>24,2%</u>	<u>24,6%</u>	<u>14,1%</u>	<u>22,2%</u>
Capital Social Realizado	4,3%	51,3%	3,7%	117,0%
Reservas de Capital	11,3%	8,3%	4,9%	-76,2%
Reservas de Lucros	53,2%	0,6%	44,1%	-51,0%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Ativo

A Renner mantém em nível estável seu investimento no ativo circulante, entre 63% e 65%. O ativo circulante é composto majoritariamente pelas contas caixa, clientes e estoques.

A conta caixa, demonstrando resiliência financeira, representa em média 14,8% de seus investimentos no ativo total, oriundos principalmente da geração de caixa operacional da empresa e no ano de 2013 da emissão de debêntures. Observa-se uma queda ano a ano apenas em 2015, decorrente de investimentos em capital, pagamentos de dividendos/juros sobre capital próprio e amortização maior de empréstimos.

A conta clientes representa em média 35,2% do ativo total no período. Em 2014 e 2015 esta representatividade é maior (35,9% e 36,2%) perante os investimentos totais devido à expansão de lojas, prazos médios concedidos, crescimento das vendas e das atividades com cartão embandeirado.

Os estoques representam em torno de 10% a 12% do ativo total. Em 2015 esse percentual representa 10,6% do ativo devido ao crescimento menor de 1,7% em relação à outras contas e ao prazo médio de estocagem. Em 2016 e 2017 esse percentual aumenta devido à postergação e atrasos na entrega de itens importados, bem como antecipação à entrada de novas coleções, aumentando o investimento em estoques.

A companhia apresenta investimentos líquidos no imobilizado ano a ano, crescendo 22,6% em 2014 e 18,4% em 2015, fazendo com que o percentual sobre o ativo atinja o pico de 26,3% em 2015 contra 23,5% em 2013. Em 2016 essa expansão se dá em menor escala, devido à recessão econômica, com crescimento de 6,5% a.a, retomando em 2017, com crescimento de 10,2%, porém menor em relação aos investimentos no circulante, fazendo com que em 2017 os investimentos no ativo imobilizado representem 24,0% do ativo total.

Passivo

A companhia passou a ter uma maior parte de seus capitais próprios financiando as operações, finalizando 2017 com 42,7% contra 33,1% em 2013 do patrimônio líquido sobre o passivo total. Uma variação mais expressiva ocorreu no ano de 2015, direcionada por um forte crescimento de resultados em relação a 2014 de 22,8%, e também devido a uma maior amortização de empréstimos no ano, assim como no ano de 2017, onde ocorreu a mesma dinâmica.

A conta fornecedores representa em média 10,4% do passivo no período. No ano de 2015 há uma queda de 1,4% a.a na conta em função da diminuição do prazo médio de pagamento. Em 2016 e 2017 o percentual de representatividade voltou a aumentar devido aos atrasos citados anteriormente na análise dos estoques.

As contas de empréstimos e financiamentos tem grande representatividade sobre o passivo total, sendo de 39,5% em 2013, caindo constantemente devido à

amortização maior do que a captação líquida de empréstimos, principalmente nos anos de 2015 e 2017, encerrando 2017 em 24,8% do passivo total.

Assim como a Guararapes, nota-se um aumento de relevância nas obrigações com administradoras de cartões, fruto do modelo de negócios nas vendas adotado pela companhia, representando 7,0% do passivo em 2017.

Tabela 13 - Análise vertical demonstração de resultado do exercício Renner

	2013	2014	2015	2016	2017
<u>Receita de Venda de Bens e/ou Serviços</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
Receita líquida com venda de mercadorias	89,5%	89,0%	88,7%	88,7%	88,7%
Receita líquida com produtos e serviços financeiros	10,5%	11,0%	11,3%	11,3%	11,3%
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-42,7%	-41,5%	-40,9%	-39,9%	-39,6%
<u>Resultado Bruto</u>	<u>57,3%</u>	<u>58,5%</u>	<u>59,1%</u>	<u>60,1%</u>	<u>60,4%</u>
Despesas/Receitas Operacionais	-42,4%	-43,1%	-43,9%	-45,0%	-45,8%
Despesas com Vendas	-23,6%	-22,5%	-22,6%	-24,0%	-24,1%
Despesas Gerais e Administrativas	-7,6%	-7,6%	-7,6%	-8,1%	-8,2%
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	-3,3%	-3,6%	-4,6%	-4,1%	-3,4%
Outras Despesas Operacionais	-8,7%	-9,7%	-9,9%	-9,9%	-10,3%
<u>Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos</u>	<u>14,9%</u>	<u>15,4%</u>	<u>15,2%</u>	<u>15,1%</u>	<u>14,6%</u>
Resultado Financeiro	-1,5%	-1,8%	-1,7%	-1,6%	-1,1%
Receitas Financeiras	1,2%	1,8%	1,5%	1,4%	0,8%
Despesas Financeiras	-2,7%	-3,6%	-3,2%	-3,0%	-1,9%
<u>Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro</u>	<u>13,3%</u>	<u>13,6%</u>	<u>13,5%</u>	<u>13,5%</u>	<u>13,5%</u>
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-4,0%	-4,5%	-4,1%	-3,8%	-3,6%
Corrente	-3,9%	-5,1%	-4,5%	-3,9%	-4,5%
Diferido	-0,1%	0,6%	0,4%	0,1%	0,9%
<u>Resultado Líquido das Operações Continuadas</u>	<u>9,3%</u>	<u>9,0%</u>	<u>9,4%</u>	<u>9,7%</u>	<u>9,8%</u>
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	9,3%	9,0%	9,4%	9,7%	9,8%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Tabela 14 - Análise horizontal demonstração de resultado do exercício Renner

	2014	2015	2016	2017
<u>Receita de Venda de Bens e/ou Serviços</u>	<u>19,4%</u>	<u>17,8%</u>	<u>5,0%</u>	<u>15,4%</u>
Receita líquida com venda de mercadorias	18,6%	17,4%	5,0%	15,4%
Receita líquida com produtos e serviços financeiros	25,6%	20,9%	5,1%	15,7%
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	15,9%	15,9%	2,5%	14,4%
<u>Resultado Bruto</u>	<u>21,9%</u>	<u>19,1%</u>	<u>6,7%</u>	<u>16,1%</u>
Despesas/Receitas Operacionais	21,4%	20,1%	7,4%	17,6%

(Continua...)

Tabela 14 - Análise horizontal demonstração de resultado do exercício Renner

(Conclusão)

	2014	2015	2016	2017
Despesas com Vendas	13,8%	18,6%	11,3%	15,8%
Despesas Gerais e Administrativas	20,5%	17,9%	11,0%	17,2%
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	32,3%	49,2%	-6,7%	-2,4%
Outras Despesas Operacionais	32,7%	20,4%	5,3%	19,6%
<u>Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos</u>	<u>23,3%</u>	<u>16,4%</u>	<u>4,5%</u>	<u>11,4%</u>
Resultado Financeiro	38,6%	11,4%	-1,2%	-19,6%
Receitas Financeiras	77,8%	0,8%	-6,8%	-32,5%
Despesas Financeiras	55,7%	6,1%	-3,9%	-25,5%
<u>Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro</u>	<u>21,5%</u>	<u>17,0%</u>	<u>5,3%</u>	<u>15,1%</u>
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	35,0%	5,5%	-1,0%	9,8%
Corrente	57,4%	3,1%	-7,8%	32,0%
Diferido	-626,0%	-16,2%	-74,9%	900,4%
<u>Resultado Líquido das Operações Continuadas</u>	<u>15,7%</u>	<u>22,8%</u>	<u>8,0%</u>	<u>17,2%</u>
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	15,7%	22,8%	8,0%	17,2%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Resultado

A Renner observou crescimento consistente ano a ano, decorrente do aumento de ticket médio, crescimento nas vendas mesmas lojas e abertura de unidades no ano, direcionados por uma adequada alocação de produtos nas lojas, correta execução de operações e boa composição de estoques, item vital nas companhias de varejo. A receita apresentou crescimento de 70,3% de 2017 em relação a 2013, com média de 17,5% de crescimento ao ano em 2014, 2015 e 2017. Em 2016 houve um crescimento menor ano a ano de 5%, devido a fatores pontuais internos como processos de atualização de ERP que causaram desbalanceamento nos estoques, atraso no recebimento de itens importados, entre outros, e externos, como o ambiente macroeconômico e temperaturas atípicas.

O custo dos produtos vendidos cresceu em menor intensidade em relação à receita, devido à fatores como melhor gerenciamento de estoques, melhores margens nas vendas, reoneração (a desoneração da folha de pagamento é uma forma de substituir a contribuição previdenciária incidente sobre a folha salarial por um percentual incidente sobre a receita bruta) de folha de pagamento e exclusão de

ICMS da base da PIS/COFINS, o que fez com que o percentual sobre a receita caísse de 42,3% em 2013 para 39,3% em 2016, estabilizando-se neste patamar.

As despesas/receitas operacionais representaram entre 42% e 45% no período, crescendo constantemente em média 1,5 pontos percentuais (p.p) acima das receitas, direcionadas por fatores como expansão e abertura de novas lojas/centros de distribuição, impactos da reoneração da folha de pagamentos e mudanças de tributação sobre as linhas de despesas gerais e administrativas e despesas com vendas.

A linha outras despesas operacionais é composta principalmente pelas contas de depreciação e amortização e despesas com produtos/serviços financeiros, representando entre 8,7% e 10,3% das receitas, crescendo em todos os anos no período, fruto de investimentos no imobilizado e operações financeiras da empresa.

A linha de perdas por não recuperabilidade de ativos representa as perdas em crédito líquidas das recuperações sobre as operações financeiras da companhia. Observa-se um maior crescimento em relação à receita no ano de 2015, devido à maior inadimplência decorrente da crise econômica, baixando gradativamente a níveis mais estáveis de 3,4% em 2017, em linha com o percentual de 2013.

O resultado operacional apresenta-se de maneira estável no período, decorrente principalmente do melhor resultado bruto da companhia e ganho de margem, compensando o aumento das despesas operacionais.

A linha de resultado financeiro também se manteve estável, dado que a companhia mantém grande posição de caixa líquido, e a variação em suas receitas financeiras, seja pela alteração da taxa SELIC também influencia nas despesas financeiras, compensando o efeito na variação da taxa.

Da mesma forma, a linha de impostos sobre o lucro mantém-se estável no período ao redor de 4%, observando-se uma pequena tendência de queda a partir de 2016 devido aos efeitos de impostos diferidos ou diminuição do imposto corrente. Desta forma, o percentual de lucro líquido mantém-se estável em relação à receita no período em torno de 9,5%, apesar de que, a partir de 2015 apresentou

crescimento maior em relação à receita, indicando uma tendência de ganho de margem para os próximos anos.

6 ANÁLISE DOS INDICADORES

A análise dos indicadores divide-se em grupos de indicadores operacionais, de rentabilidade, de lucratividade, de liquidez e de endividamento.

6.1 Indicadores operacionais

O primeiro grupo a ser analisado é o de indicadores operacionais, que buscam demonstrar como fatores da operação da empresa direcionam seus investimentos, situação patrimonial e financeira e resultados.

6.1.1 Giro do Ativo

Apresenta-se na tabela 15 o índice de giro dos ativos no período das três empresas.

Tabela 15 - Índice de giro do ativo

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	0,90	0,88	0,85	0,82	0,83
Hering	1,35	1,23	1,09	0,98	1,02
Renner	1,06	1,06	1,10	1,05	1,06

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Hering foi a empresa que teve a pior evolução durante o período deste indicador, ocasionado pelo aumento de 23% de seu ativo médio, ao passo em que sua receita líquida caiu 7%, o que fez com que seu índice caísse 24,8% em relação

à 2013. Observa-se que grande parte deste desempenho é explicado nos anos de 2014 a 2016, onde houve crescimento do ativo médio e queda da receita nos anos citados, ao passo em que 2017 há uma recuperação do índice devido ao crescimento da receita ser superior ao crescimento do ativo médio. A Renner manteve seu giro do ativo aproximadamente em 1,06 durante o período. Em 2015 há um pico em seu índice, ocasionado por um aumento da receita em 4,1 pontos percentuais superior ao crescimento do ativo médio, compensando em 2016 e voltando à normalidade.

A Guararapes teve o menor giro do ativo entre as empresas. Observa-se um crescimento do ativo médio constantemente superior ao crescimento da receita de 2014 a 2016, direcionado pelos investimentos em estoques e contas a receber. No período, o índice apresenta queda de 8,3%, explicado pelo aumento do ativo médio em 72,7%, enquanto a receita cresceu 58,4%.

6.1.2 Índice de giro dos estoques

Tabela 16 - Índice de giro do estoque

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	3,01	2,74	2,87	3,34	3,36
Hering	3,64	3,19	3,12	2,85	2,65
Renner	3,89	3,87	4,07	3,67	3,45

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

No período, a lojas Renner foi a companhia com o melhor índice de giro dos estoques em todos os períodos, apesar de ter tido o segundo pior desempenho de modo global neste indicador, com queda de 11%, guiado por um aumento de 77% no estoque médio e de 57% no CPV. A melhora no índice em 2015 deve-se ao aumento superior do CPV em relação ao estoque médio, em linha com o crescimento da receita e melhor gestão de estoques. Já em 2016 o índice apresenta piora devido à desaceleração do faturamento e consequentemente do CPV, enquanto o estoque cresce devido ao atraso de itens importados, e em 2017 o atraso de itens importados explica a queda de novo, já que a receita cresceu.

A Guararapes foi a companhia com o melhor desempenho no período e única com crescimento positivo, com aumento de 11,4% em seu indicador, apesar de ter encerrado o ano de 2017 com o segundo melhor valor de índice, saindo de 3,01 vezes para 3,36 vezes. A grande queda de 2014 é explicada pelo aumento 11,2 p.p maior do estoque médio do que da receita, influenciado pela expansão das atividades e aumento no volume de produtos importados. De 2014 a 2016 observa-se grande aumento no índice, direcionado pelo crescimento da receita em 2015 e em 2016 pela queda no estoque médio ao passo que a receita cresceu.

Já a Cia Hering teve o pior desempenho geral do período, com queda de 27% em sua *performance* e encerrando com o menor nível de giro dos estoques, de 2,65 vezes em 2017. Em 2014 há um aumento no estoque médio 14,5 pontos percentuais superior ao CPV. Em 2016 ocorreu uma queda de 7,1% em seu CPV, devido à retração do faturamento derrubando o índice de 3,12 para 2,85. Já em 2017 observa-se uma melhora no quesito CPV, pois as vendas crescem e a evolução negativa é decorrente de melhorias operacionais, porém o investimento em estoque, visualizando a retomada econômica, mantém praticamente estável o índice. O desempenho geral inferior é explicado por um aumento de 29% no estoque médio contra uma queda de 5% no CPV, em linha com a tendência de queda nas receitas (-7%), mostrando que a Cia investiu mais em estoque ao passo que perdeu receitas.

6.1.3 Prazo Médio de Estocagem

Tabela 17 - Prazo médio de estocagem

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	121	133	127	109	109
Hering	100	114	117	128	138
Renner	94	94	90	100	106

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Renner encerrou o ano com o menor prazo de estocagem, porém com o segundo pior desempenho no período, crescendo 12,6% o tempo em que mantém seus produtos estocados, justificados pelos mesmos motivos citados no item anterior

dos atrasos de importação. A Guararapes teve o melhor desempenho no período, saindo de 121 dias para 109 dias ao final de 2017, uma queda de 10,3% no tempo de estocagem. De 2013 para 2014, o aumento no estoque médio foi 11,2 p.p acima do que o crescimento do CPV, explicado pelos motivos acima. O melhor gerenciamento dos estoques e demarcações fez com que o índice caísse de 2015 para 2016. Já a Companhia Hering apresentou o pior desempenho e o maior prazo médio de estocagem ao final de 2017 de 138 dias, 26% a mais do que o segundo maior prazo médio. De modo geral, os mesmos motivos que influenciaram o giro dos estoques se refletiram nos índices de prazo médio de estocagem.

6.1.4 Prazo médio de recebimento

Tabela 18 - Prazo médio de recebimento

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	124	138	150	158	163
Hering	97	106	114	115	104
Renner	117	120	118	121	117

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A companhia Hering foi a companhia que teve o menor prazo médio de recebimento em todo o período, e encerrou 2017 com 104 dias de PME, um aumento de 7% em relação ao ano-base de 2013. Mesmo com as vendas em queda, a companhia teve que conceder maiores prazos para não perder ainda mais seu volume de vendas e manter sua base de clientes, principalmente em 2014, quando as vendas caíram 0,1% e o clientes a receber aumentou 8,9%, e 2015, quando as vendas caíram 5,3% e o clientes a receber aumentou 1,7%.

A Lojas Renner tem o segundo maior prazo de recebimento de clientes, com 121 dias de prazo concedido em 2017, aumento de 1,9% sobre o ano de 2013, sem oscilações bruscas de prazos durante o período. Tendo em vista que as vendas cresceram 70% no período, pode-se perceber que a Companhia manteve disciplina no contas a receber de seu balanço, sem que isso impactasse negativamente seu volume de vendas.

Já a Guararapes teve seu PMR aumentado em 39 dias, aumento de 30,9% sobre o ano-base, explicado pela alta de 108% no valor de clientes médio, ao passo em que a receita cresceu 58%, indicando uma política de concessão de crédito mais forte no período. A maior parte deste crescimento é verificado nos anos de 2014 e 2015 (+28,8% e +26,9% em clientes), decrescendo o ritmo em 2016 e 2017 (+13,2% e +12,1%) em linha com a queda de receitas, porém em percentuais sempre superiores ao crescimento da receita.

6.1.5 Prazo médio de pagamento

Tabela 19 - Prazo médio de pagamento

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	52	45	64	77	74
Hering	61	63	61	66	63
Renner	91	87	81	87	94

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A companhia com maior prazo médio de pagamento é a Renner, apesar de ter tido o segundo melhor desempenho global entre as Cias, com um aumento de três dias no período. Os direcionadores deste indicador (Fornecedores médio e compras) tiveram um desempenho relativamente equilibrado entre ambos no período, crescendo 60% e 64%. De 2013 a 2015 a companhia baixou o prazo médio de pagamentos, devido ao crescimento maior das compras em relação a fornecedores. A partir de 2016 voltou a crescer seu PMP terminando 2017 próximo aos níveis de 2013.

A Hering teve um aumento de 2,7% no prazo médio de 2017 em relação a 2013, de 61 para 63 dias, originado principalmente pela queda de 9% nas compras, e por 2% de queda no valor de fornecedores. Em 2016 houve queda nas compras, por isso observa-se um valor mais elevado.

Já a Guararapes mostrou bom desempenho na negociação com seus fornecedores, que tiveram um aumento de 107% durante todo o período, ao passo que suas compras aumentaram 43%, resultando em um prazo médio 44% maior do que no ano-base, saindo de 52 dias para 74 dias de PMP. Os movimentos mais

expressivos são observados de 2014/2015, com aumento de 19 dias, decorrente de um aumento de 51,5% em fornecedores, ao passo que as compras cresceram 5,5%, e entre 2015/2016, com um crescimento em fornecedores de 26,0% contra um crescimento de 5,2% nas compras, reflexo da redução de produtos importados.

6.1.6 Ciclo operacional

Tabela 20 - Ciclo operacional

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	246	271	277	268	272
Hering	198	221	231	243	242
Renner	211	214	208	220	223

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Companhia Hering é quem teve o pior desempenho neste indicador durante o período, tendo um aumento de 22,4%, ou 44 dias, explicado pelo grande aumento em seu PME, de 37,1%, somado ao aumento em seu PMR de 7,1%. Observa-se um grande aumento de 2013 a 2016, estabilizando em 2017, explicado pela compensação do PMR, já que o PME cresceu.

A Cia Guararapes teve um aumento de 10,6% total no período, explicado majoritariamente pelo aumento em seu PMR de 30,9% no período, já que seu PME caiu em 10,3%. Em 2014, o grande aumento do PME somado ao PMR fazem com que o ciclo aumente em 26 dias. Em 2015, o PME começa a apresentar tendência de queda, enquanto o PMR apresenta crescimento, devido à expansão da companhia. A Renner teve o melhor desempenho no período, com leve crescimento de 5,5%. Em 2015 o desempenho é explicado pela queda de 4 dias no PME, enquanto o PMR caiu 7 dias. Em 2016, devido a problemas de atrasos de fornecedores, o PME aumentou, ocasionando o aumento de ciclo operacional.

6.1.7 Ciclo financeiro

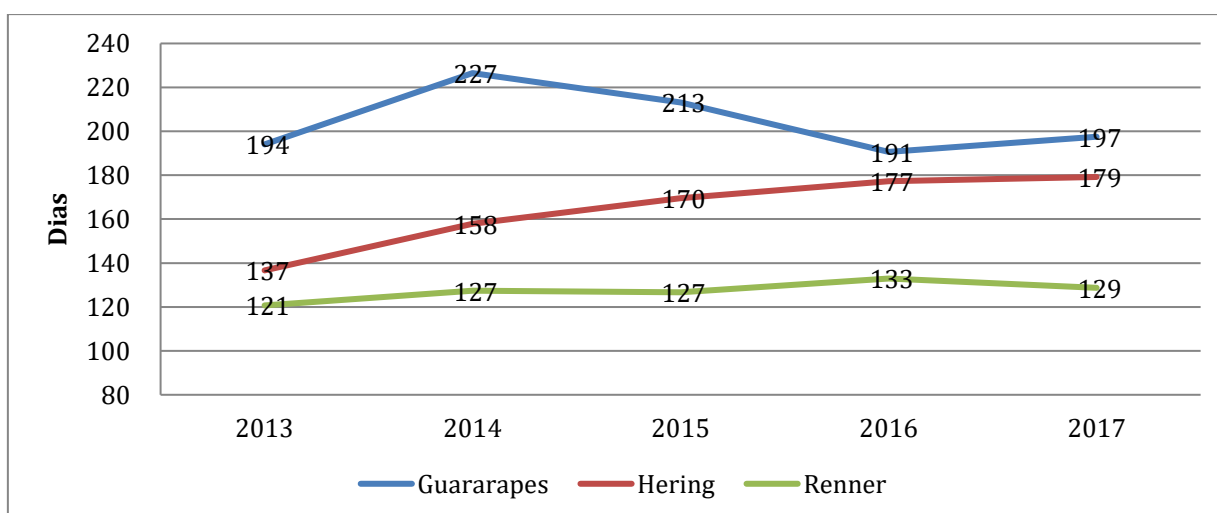
Tabela 21 - Ciclo financeiro

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	194	227	213	191	197
Hering	137	158	170	177	179
Renner	121	127	127	133	129

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Guararapes foi a Companhia com o melhor desempenho referente à evolução do ciclo financeiro, apesar de ser o maior ciclo financeiro ao final de 2017 entre as empresas comparadas, tendo crescimento de apenas 1,8% no período. Apesar de seu ciclo operacional não ser o grande responsável pelo desempenho no período, o aumento de 44,0% em seu PMP fez com que a Cia obtivesse o melhor desempenho em termos de evolução. Já a Cia Hering, em linha com a tendência de piora em seus ciclos e prazos, teve o desempenho mais fraco, aumentando seu ciclo financeiro em 42 dias. A Cia Renner tem o menor ciclo financeiro entre as três empresas em todos os anos analisados, e passou de 121 dias em 2013 para 129 dias em 2017, explicado principalmente pelo maior aumento de prazo de estocagem (12,6%) por motivos já explicados anteriormente, do que referente aos prazos de recebimento/pagamento (-0,1% e +4,1% respectivamente).

Gráfico 1 - Ciclo financeiro



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.1.8 Vendas líquidas por m²

Tabela 22 - Vendas por m²

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	7.290,00	7.162,00	6.999,30	6.970,01	7.604,07
Hering	20.786,00	18.493,00	17.501,00	15.921,00	16.443,00
Renner	8.970,70	9.540,92	10.214,50	9.786,75	10.142,79

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

No período, a Cia Renner teve o melhor desempenho de crescimento em vendas líquidas por m², com crescimento de 13,1%. A Cia passou por um período de expansão considerável, saindo de 278 lojas e 436.288 m² de área de vendas em 2013 para 512 lojas em 2017 e 650.716 m² de área de vendas, um crescimento de 84% e 49% respectivamente, ao mesmo tempo em que cresceu suas vendas por m², devido ao aumento 70% em suas vendas, superior ao aumento da área de vendas no período, demonstrando grande capacidade de gestão. Devido à recessão econômica, as vendas por m² crescem até 2015, apresentam pequena queda em 2016 e retomam o crescimento em 2017, ficando em linha com 2015.

A Hering, que apresenta no período total o maior valor de venda líquida por m², teve queda total no período de 20,9%, decorrente principalmente da queda de faturamento. De 2013 a 2016 a queda nas vendas por m² foram constantes, enquanto 2017 apresentou leve crescimento, porém, devido ao fechamento de lojas a partir de 2016, essa melhora não se traduziu em faturamento maior. A Cia começou o ano de 2014 com 760 lojas e 82.350 m² de área de vendas, e encerrou 2014 com 827 lojas e 87.426 m² de área de vendas, porém, gradativamente, veio encerrando operações até terminar 2017 com 805 lojas e 83.003 m² de área de vendas, acompanhando a tendência de queda de receitas e fechamento de franquias.

A Guararapes teve o segundo melhor desempenho, com acréscimo de 4,3% em suas vendas por m², saindo de 212 lojas e 490.000 m² de área de vendas em 2013 para 302 lojas e 636.653 m² de área de vendas em 2017. As vendas por m² vieram em tendência de queda até 2016, porém apresentaram forte recuperação em 2017.

6.1.9 Lucro operacional por m²

Tabela 23 - Lucro operacional por m²

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	1,17	1,14	0,78	0,66	1,40
Hering	4,92	4,09	2,36	1,67	2,41
Renner	1,49	1,65	1,75	1,67	1,67

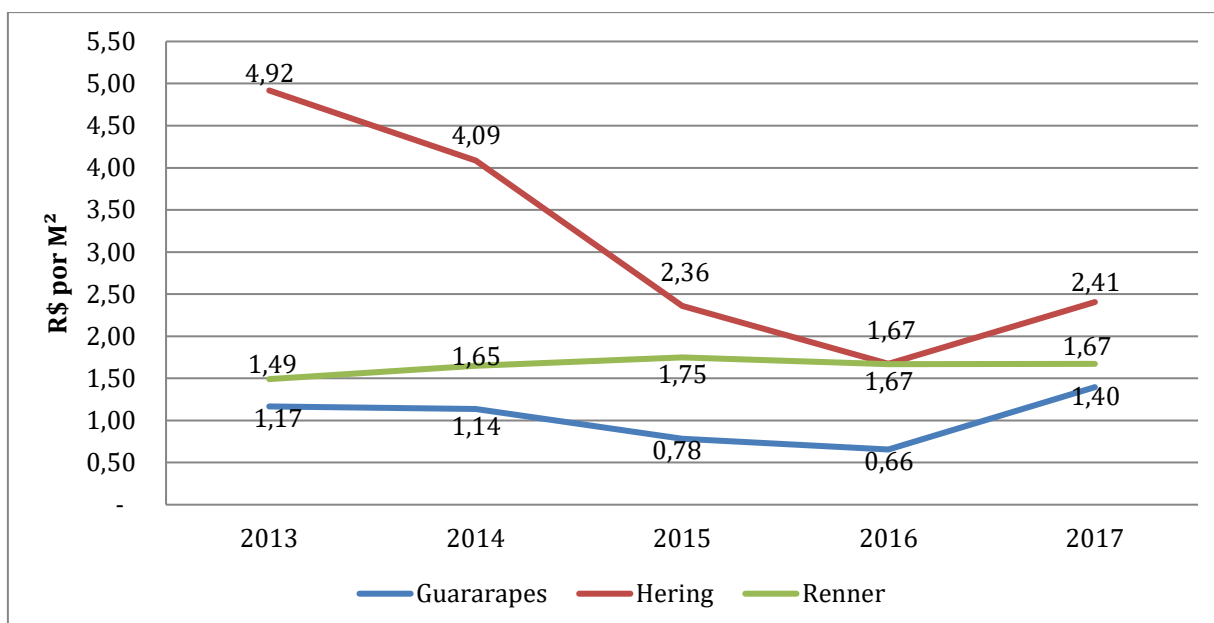
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia Guararapes observou queda no lucro operacional por m² mais acentuada nos anos de 2015 e 2016, decorrente principalmente da queda do lucro operacional no período aliada ao aumento de sua área de vendas, já que ela continuou expandindo suas atividades, aumentando seu número de lojas e acarretando em maiores despesas com pessoal e comissões sobre vendas e despesas gerais e administrativas. Porém em 2017 ela apresentou forte crescimento de 120,2% no lucro operacional, que mais do que compensou o aumento de 3,4% na área de vendas e fez com que o índice subisse para 1,40, maior patamar no período.

A Cia Hering, combinando queda no lucro operacional com aumento da sua área de vendas (até 2015), apresenta indicadores decrescentes ano a ano, uma queda de 66,1% no índice de 2013 a 2016, demonstrando a má fase que a companhia passou, aliando desaceleração operacional com aumento de investimentos. Já em 2017, a companhia apresenta crescimento de 44,3% no índice, direcionados pela melhora operacional nos resultados (+32,4%) e pela menor área de vendas, já que a companhia veio encerrando lojas desde 2016. Porém, em relação ao ano-base, a companhia teve retração de 51,1% em seu lucro operacional por m².

A Lojas Renner apresenta índices mais estáveis no período, apresentando um crescimento até 2015 decorrente de um desempenho operacional maior do que o crescimento da área de vendas, ao passo em que 2016 há uma pequena queda no índice e sua estabilização em 2017. No período, a Cia apresentou crescimento constante do lucro operacional e da área de vendas, demonstrando a qualidade da administração em combinar crescimento com rentabilidade.

Gráfico 2 - Lucro operacional por metro quadrado



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.1.10 Same Store Sales (SSS)

Tabela 24 - Same Store Sales

		2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	100,0	107,3	108,8	108,3	107,7	118,1
Hering	100,0	99,4	93,6	90,4	82,6	82,0
Renner	100,0	105,8	117,5	130,2	130,0	141,9

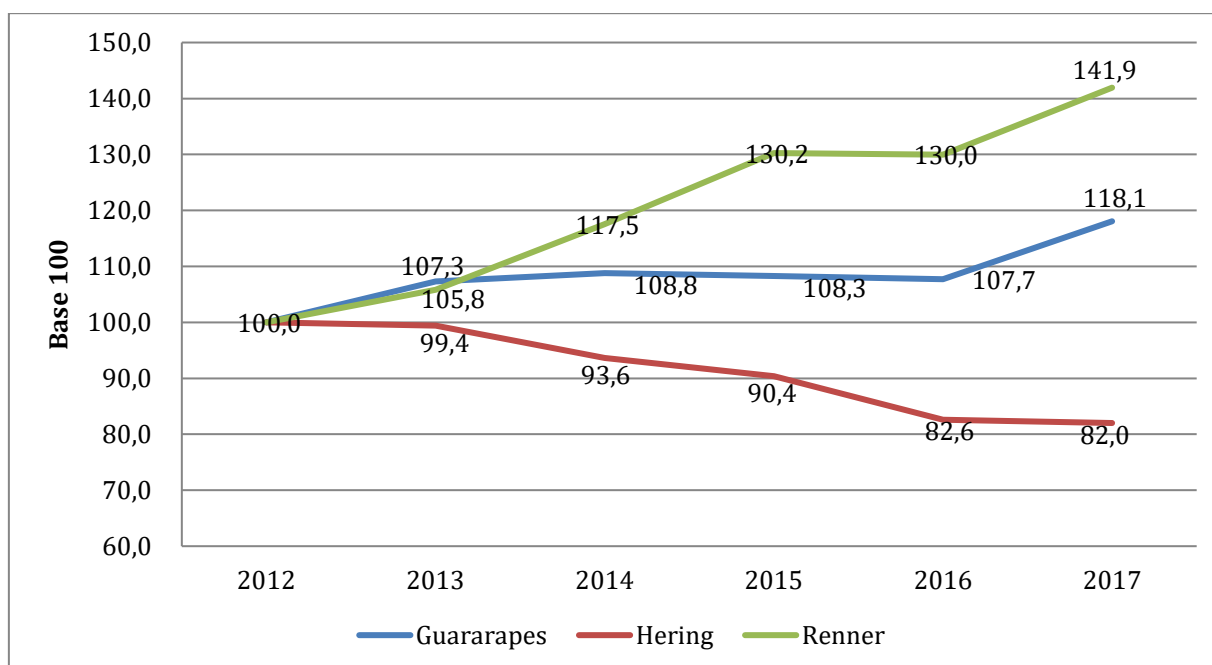
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Utilizando-se por base no início do período o valor 100, calculou-se as vendas mesmas lojas (*Same store sales*) das três empresas. A Lojas Renner observou grande crescimento de 2013 a 2015, com uma pequena estagnação em 2016, retomando o crescimento em 2017, e foi quem obteve o melhor desempenho, crescendo suas vendas nas mesmas lojas em 41,9% a partir do ano-base, indicando melhora consistente de desempenho operacional ano a ano. O crescimento da SSS juntamente com a abertura das novas lojas fez com que o faturamento atingisse o crescimento de 70,3% de 2013 a 2017.

A Cia. Guararapes obteve o segundo melhor desempenho, crescendo no período 18,1% suas vendas nas mesmas lojas. De 2013 a 2016 o indicador permanece praticamente no mesmo nível, influenciado pelo ambiente macroeconômico e pelos planos de expansão, porém observa-se um crescimento maior do ano de 2016 para 2017, reflexo de um bom desempenho das novas coleções e de estratégias operacionais. Dessa forma, a receita atingiu um crescimento total de 58,4% no período.

A Hering observou queda gradual em seu indicador, principalmente de 2013 a 2016, e só não teve seu faturamento mais afetado pois inaugurou 80 lojas entre 2013 e 2015, tendo compensado a queda do SSS. No ano de 2017 observa-se uma queda menor do que nos períodos anteriores, porém um desempenho fraco em comparação a seus competidores, que tiveram aumentos na ordem de 9%. Dessa forma, a Hering encerrou o período 2013-2017 com queda de 18% em seu SSS, em linha com todos os indicadores operacionais anteriormente elencados.

Gráfico 3 - *Same Store Sales*



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.1.11 *Ticket médio*

Tabela 25 - *Ticket médio*

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	145,47	153,70	161,69	175,60	186,60
Hering	108,90	112,25	114,07	121,29	136,15
Renner	117,31	126,56	134,04	140,40	144,06

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Durante o período, a Guararapes teve o maior aumento no *ticket médio* em seus cartões, na ordem 28,3%, um aumento constante nos anos entre 5,2% e 8,6%, acompanhando a tendência de crescimento operacional observado no aumento da quantidade de lojas, aumento de SSS e área de vendas.

A Hering teve o segundo melhor desempenho, crescendo 25% em relação ao ano-base, saindo de 108,90 para 136,15 o *ticket médio*. Em 2017 há um aumento significativo de 12,3%, compensando a queda do SSS e fechamento de lojas, o que direcionou o aumento de 5,9% nas receitas do período. Apesar da tendência operacional de deterioração, a empresa conseguiu aumentar a precificação de seus produtos, demonstrando a força de sua marca, corroborada pelas diversas vezes em que apareceu na pesquisa das Marcas Mais Valiosas do Brasil, pela Interbrand (Consultoria global de marcas, com 21 escritórios em 17 países, e faz parte do Grupo Omnicon Inc), e pesquisa Top Of Mind (Pesquisa realizada pelo Datafolha em aproximadamente 170 cidades brasileiras para descobrir as marcas mais lembradas pelos brasileiros). Apesar disso, o maior impacto para a queda de receitas foi da queda de volume, visto que em 2013 o volume de vendas era de 30.193.211 peças, enquanto 2017 encerrou com 21.634.748 peças vendidas.

A Renner obteve um desempenho de crescimento de 22,8% em seu *ticket médio*, seguindo em linha com o desempenho operacional em outras métricas. A Renner desacelerou gradativamente o aumento do *ticket médio* da companhia ano a ano, o que não afetou as receitas, pois dessa maneira conseguiu aumentar o fluxo de clientes nas lojas e o aumento de peças por *ticket*.

6.2 Índices de rentabilidade

A seguir foram analisados os índices de rentabilidade, que mensuram o quanto o capital próprio e o de terceiros foi remunerado pelas operações da companhia.

6.2.1 Retorno Sobre o Patrimônio Líquido

Tabela 26 - Retorno Sobre Patrimônio Líquido

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	15,7%	16,0%	10,7%	9,1%	15,0%
Hering	37,6%	32,2%	25,0%	16,7%	21,6%
Renner	29,1%	28,2%	27,8%	25,3%	25,0%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

No período estudado, todas as companhias tiveram redução no RSPL.

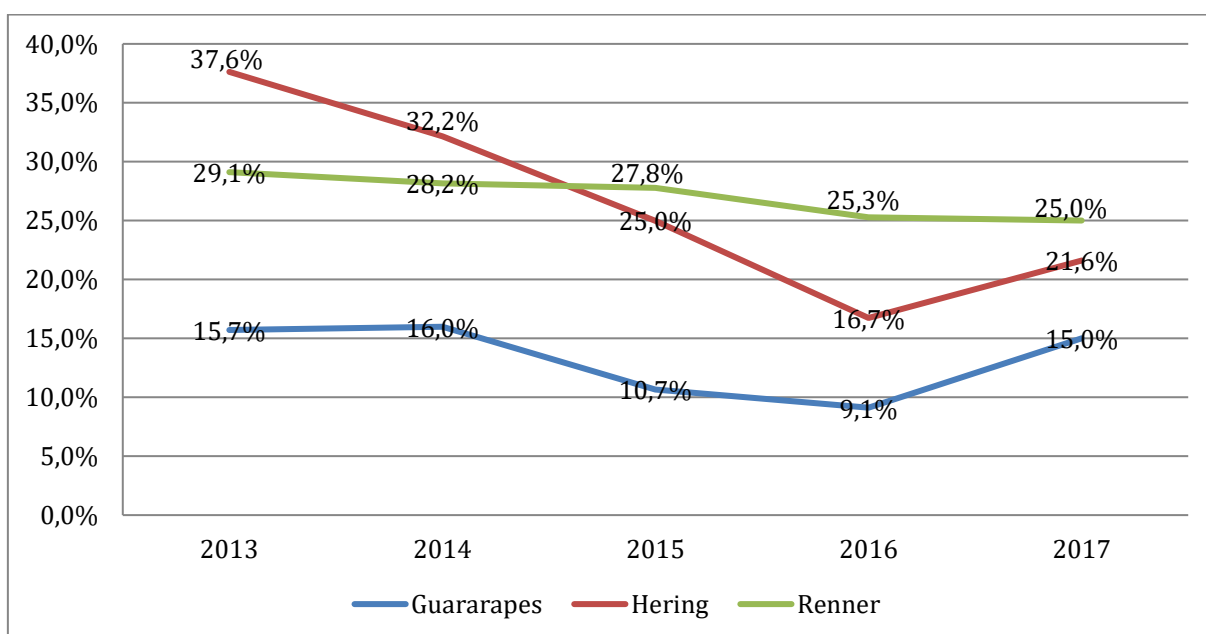
A empresa que mais teve declínio nesta métrica foi a Hering, com queda de 42,6%, saindo de um índice de 37,6% para 21,6%, devido ao fato de seu lucro líquido ter tido queda de 17,1% no período ao mesmo tempo em que o patrimônio líquido médio cresceu em 44,4%. De 2013 a 2016, devido à queda de resultados, a companhia saiu do índice base de 37,6% para 16,7%, apresentando uma melhora em 2017 devido à evolução de 32,3% em seu lucro. Em 2013 e 2014 o resultado foi praticamente igual (R\$ 318 milhões), mas devido ao patrimônio líquido médio de 2013 ter sido influenciado por uma distribuição de dividendos adicionais em 2012 a queda do retorno em 2014 se explica basicamente pela normalização do PL médio. A evolução do patrimônio líquido deveu-se à retenção dos resultados dos exercícios e em pequena parte ao aumento de capital derivado do exercício de *stock options* (Plano de remuneração a executivos), no percentual de 2,76%.

Já a Cia. Renner, apesar de encerrar 2017 com o maior índice de retorno sobre o capital próprio, teve o segundo pior desempenho no período, com uma queda de 14,1% em seu RSPL, devido ao aumento em seu Patrimônio Líquido médio ter sido de 109,4%, superior ao aumento de 79,8% no lucro líquido do

período. Do aumento de PL, 12,4% decorrem de aumento de capital via subscrição privada e também do exercício de *stock options*. A queda gradativa deveu-se principalmente ao aumento percentual levemente superior do PL médio em relação ao aumento do lucro, principalmente em 2016, quando o aumento do PL médio foi 10,8 p.p acima do aumento do lucro, estabilizando neste patamar em 2017.

A Guararapes teve uma queda inferior aos pares, de 4,4% em seu RSPL, direcionado por um aumento de 41,9% em seu PL médio, ao passo que o lucro cresceu 35,6%. As quedas nos indicadores nos anos de 2015 e 2016 são direcionadas pela queda do lucro (-27,1% e -9,3%), enquanto houve aumento do PL médio. Porém em 2017 o aumento do lucro (+79,6%) fez com que o RSPL voltasse à faixa dos 15%.

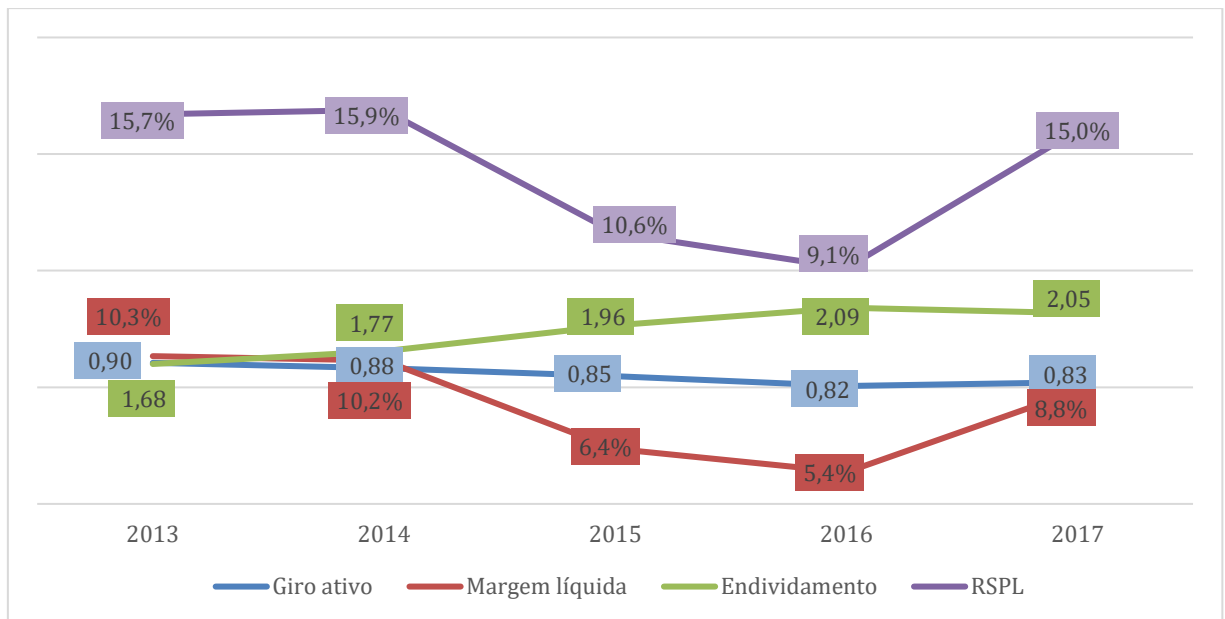
Gráfico 4 - Retorno Sobre o Patrimônio Líquido



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

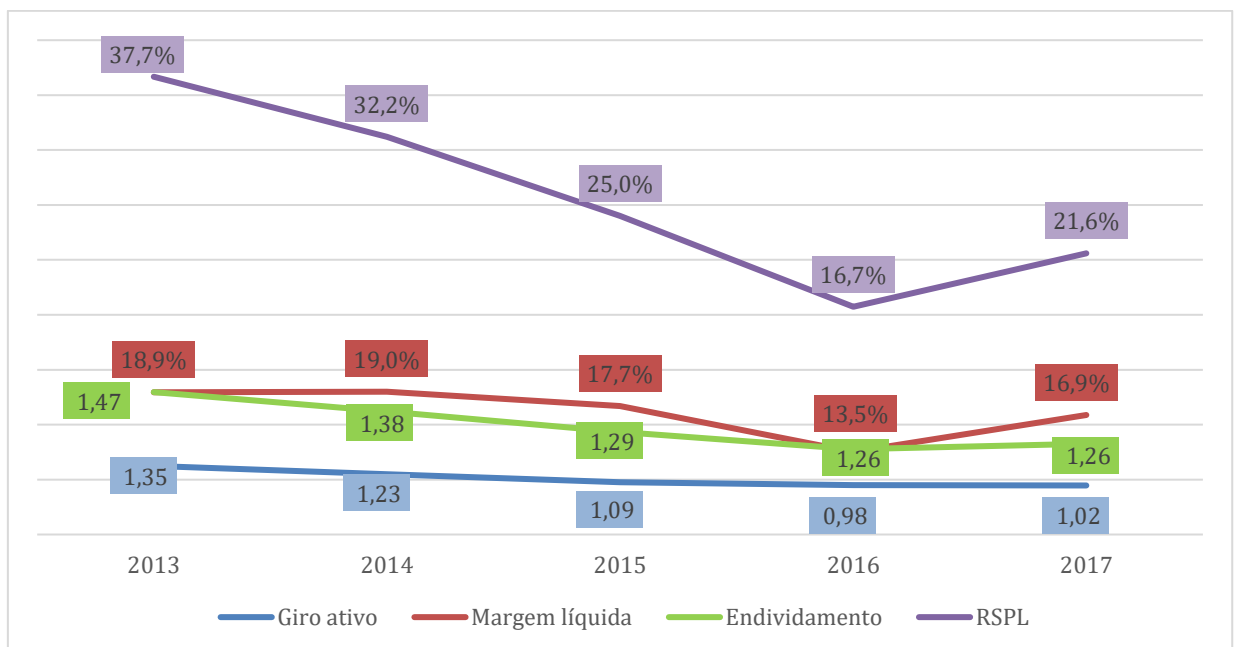
Uma maneira de se analisar o RSPL é decompondo o índice em giro do ativo, margem líquida e multiplicador de alavancagem financeira (ativo total dividido pelo patrimônio líquido), para ver quais são os direcionadores do retorno.

Gráfico 5 - RSPL Guararapes



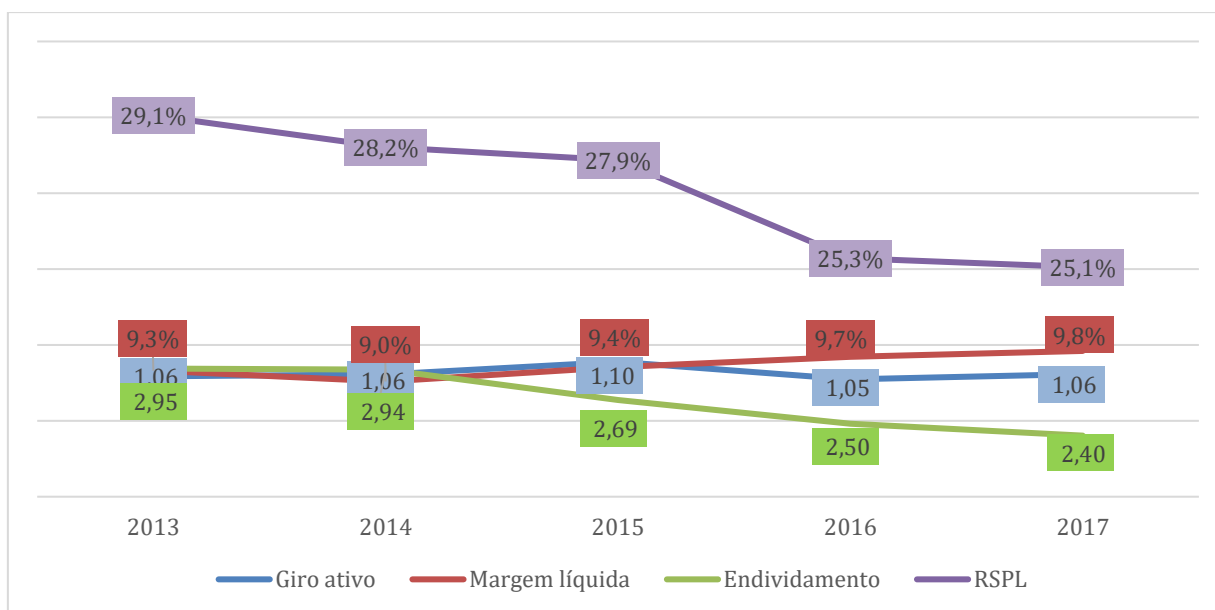
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 6 - RSPL Hering



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 7 - RSPL Renner



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.2.2 Retorno sobre o ativo

Tabela 27 - Retorno Sobre Ativo

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	9,3%	9,0%	5,4%	4,3%	7,3%
Hering	25,6%	23,4%	19,4%	13,3%	17,2%
Renner	9,8%	9,6%	10,3%	10,1%	10,5%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia. Hering, apesar de apresentar o melhor índice de retorno sobre o ativo em todos os anos, apresenta o pior desempenho durante o período, com queda de 32,9%, saindo de 25,6% em 2013 para 17,2% em 2017. Este desempenho é oriundo de um aumento de 23,6% em seu ativo médio, verificado principalmente pelo aumento em estoques, imobilizado e intangível, ao passo que seu lucro líquido apresentou queda de 17,1%. Em 2015 e 2016 o desempenho negativo foi potencializado pela queda ano a ano do lucro líquido, ao passo em que o ativo médio cresceu. Apesar de ter diminuído a taxa de evolução do ativo médio, a companhia ainda não conseguiu retornar a patamares anteriores de rentabilidade

pois ainda não conseguiu retornar seu lucro líquido a patamares como 2013 e 2014, apesar de ter demonstrado evolução em 2017.

A Guararapes apresentou queda de 21,5% em seu índice no período de 2013-2017, explicado pelo aumento de 72,7% em seu ativo médio, enquanto seu lucro líquido cresceu 35,6%, fazendo com que o índice que era de 9,3% em 2013 terminasse 2017 em 7,3%. Nos anos de 2015 e 2016 a Guararapes observou retração em seu resultado líquido (-27,1% e -9,3%) em relação aos anos anteriores, ao passo em que continuou investindo em seu ativo, decorrente de sua expansão operacional e concessão de créditos. Em 2017 observou uma recuperação em seus resultados, com uma evolução de 79,6% em relação a 2016, enquanto o ativo médio cresceu 7%. A Renner foi a única Cia com desempenho positivo, tendo evolução de margem em 6,3% (0,6 p.p) no período, oriundo de um aumento de 69,2% no ativo médio, enquanto seu lucro líquido cresceu 79,8%.

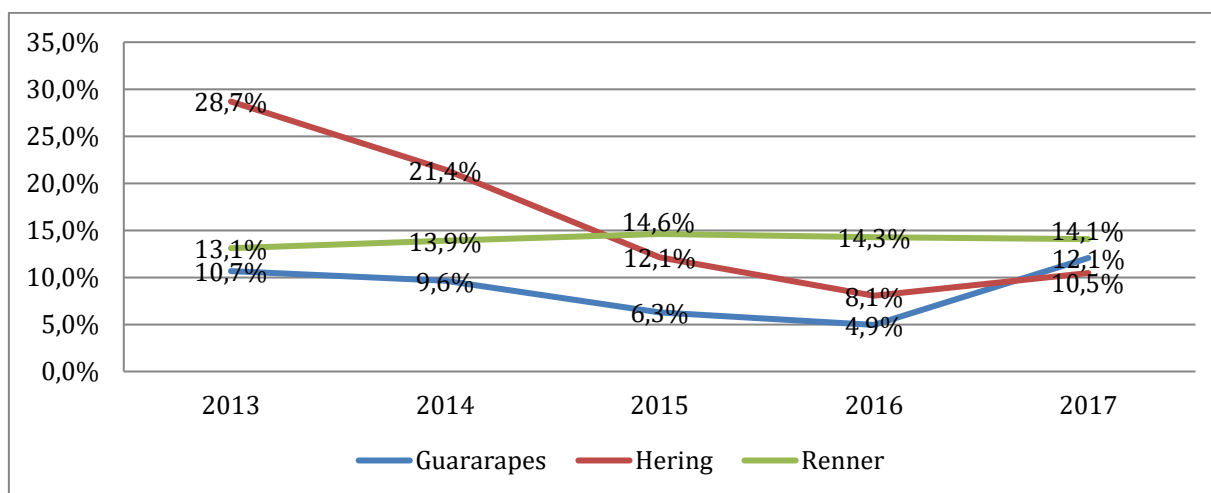
6.2.3 ROIC

Tabela 28 - ROIC

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	10,7%	9,6%	6,3%	4,9%	12,1%
Hering	28,7%	21,4%	12,1%	8,1%	10,5%
Renner	13,1%	13,9%	14,6%	14,3%	14,1%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

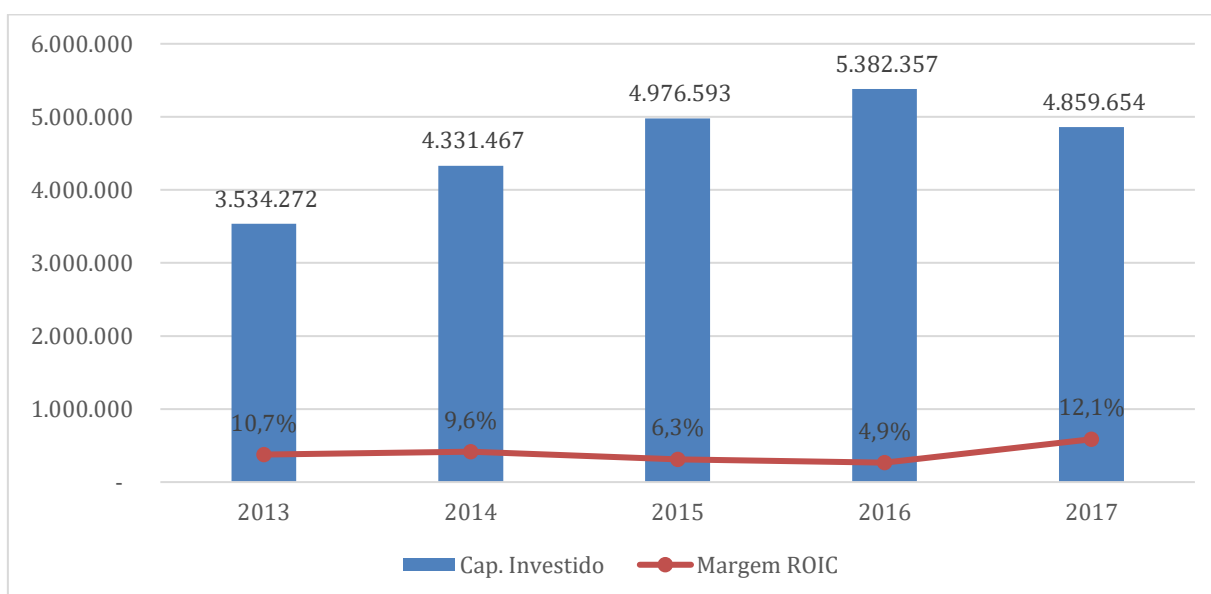
Gráfico 8 - ROIC



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

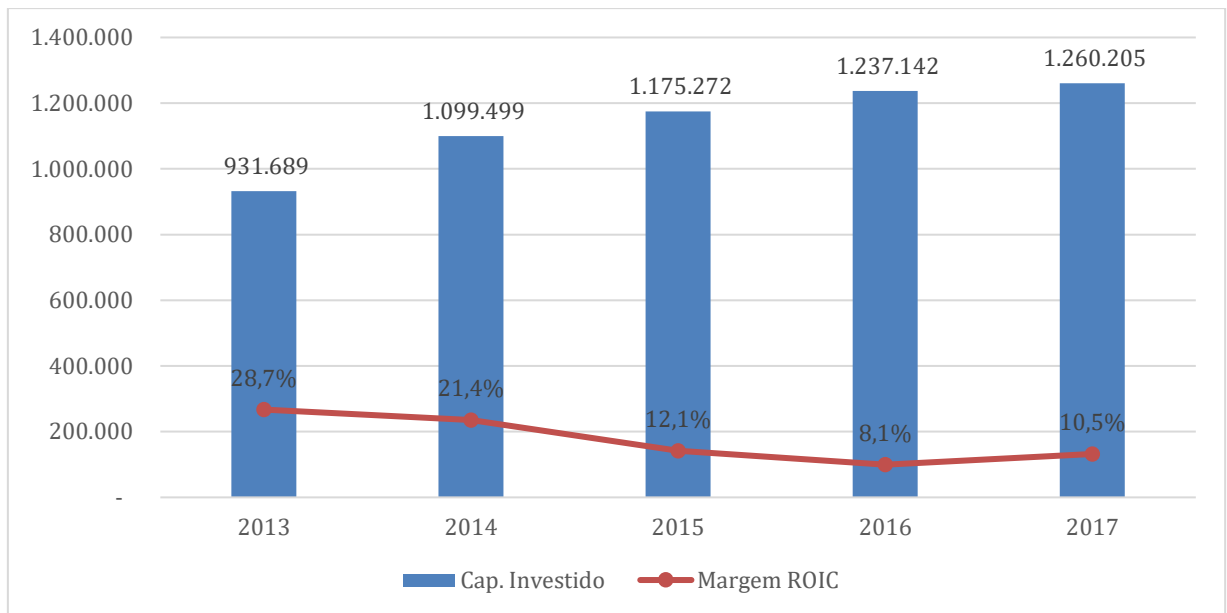
No período, observa-se a tendência de queda para a Cia Guararapes em seu *ROIC* a partir de 2013 até 2016 (-54,2%), oriundo do crescimento de investimentos realizados no período e queda de resultados devido à desaceleração econômica, retomando sua margem ao maior nível do período em 2017. Tal resultado advém de uma forte retomada em seu *NOPAT* em 2017 (R\$ 586 milhões em 2017 x R\$ 266 milhões em 2016), aliado à redução da dívida.

Gráfico 9 - Capital investido x margem *ROIC* da Cia Guararapes



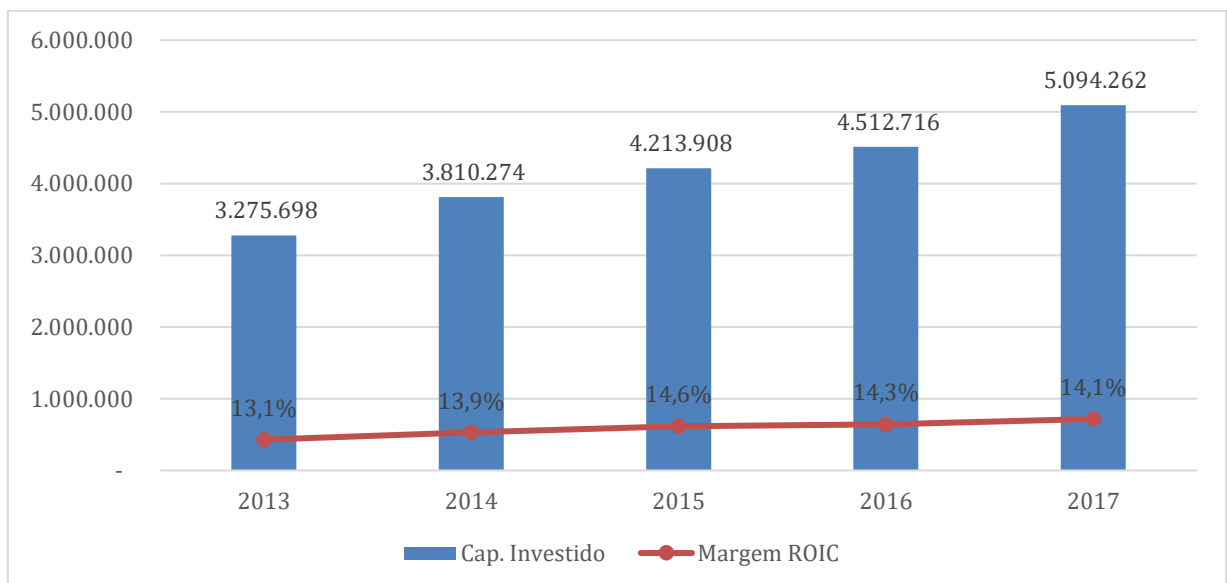
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia Hering apresenta queda mais acentuada de 2013 a 2016 (-71,8%), fruto do fraco desempenho operacional no período (-62,7%), combinado com o aumento dos capitais investidos (+32,8%). Em 2017 apresenta uma recuperação de margem devido ao bom desempenho operacional apresentado no ano.

Gráfico 10 - Capital investido x margem *ROIC* da Cia Hering

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Renner aumenta a margem *ROIC* no período, terminando com a melhor margem em 2017, decorrente do bom desempenho operacional do período.

Gráfico 11 - Capital Investido x margem *ROIC* da Cia Renner

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.2.4 Taxa de Retorno das Ações (De 2013 a 2017)

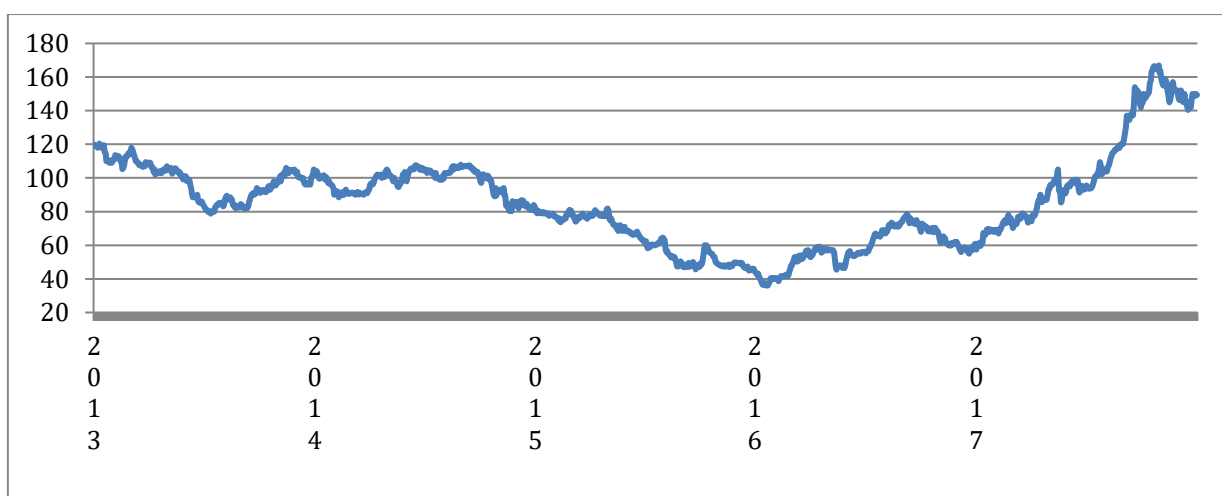
O CDI, comumente utilizado no mercado financeiro, foi utilizado como comparativo para ter uma referência do custo de oportunidade dos acionistas, que significa o quanto um investidor estaria ganhando ou perdendo em relação a outra oportunidade de investimento. O RSPL acumulado foi calculado com base nos lucros por ação do período sobre a cotação inicial, indicando o quanto o acionista que adquiriu as ações no mercado aberto teria auferido de lucros sobre a posição acionária em relação ao preço pago.

Quadro 8 - TRA

	Guararapes	Hering	Renner
Cotação inicial	119,97	42,20	16,07
Cotação final	149,46	25,50	35,49
Dividendos p/ ação	7,49	5,67	5,81
Retorno cotação	24,6%	-39,6%	120,8%
Retorno dividendos e cotação	30,8%	-26,1%	157,0%
100% Taxa DI	69,9%	69,9%	69,9%
Diferença TRA e DI	-39,1%	-96,1%	87,1%
Lucros por ação	32,64	8,36	9,73
RSPL	27,2%	19,8%	26,1%
Diferença RSPL e DI	-42,7%	-50,1%	-43,8%

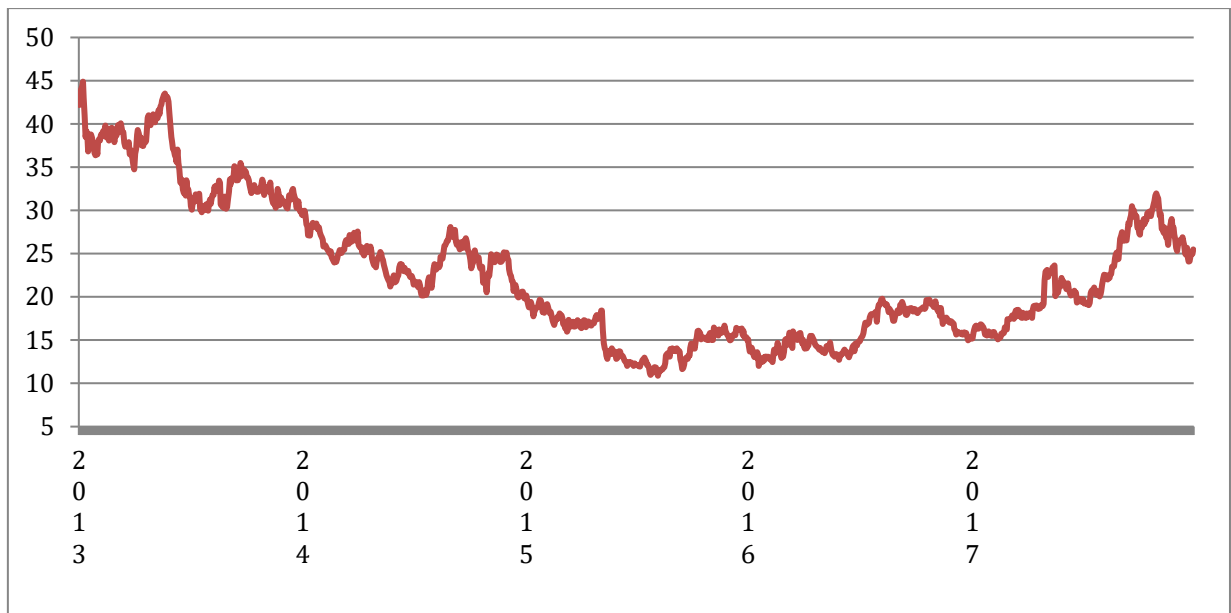
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 12 - Cotações Guararapes



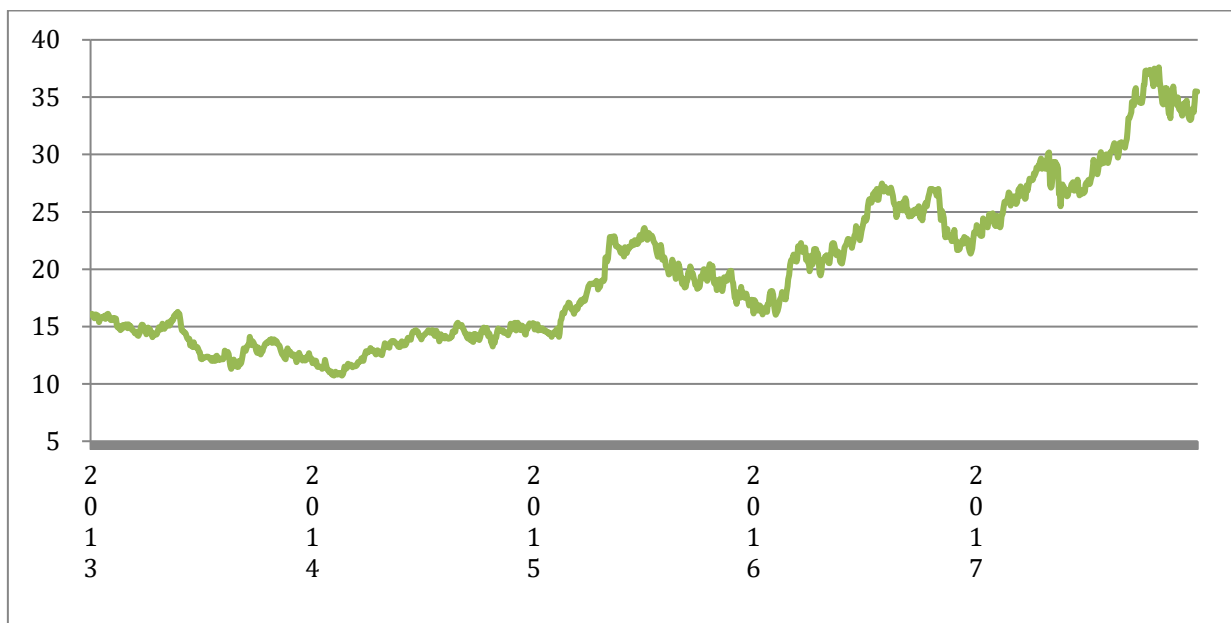
Fonte: O autor (2018), com base nas cotações Infomoney (2018).

Gráfico 13 - Cotações Hering



Fonte: O autor (2018), com base nas cotações Infomoney (2018).

Gráfico 14 - Cotações Renner



Fonte: O autor (2018), com base nas cotações Infomoney (2018).

No período observa-se que a companhia que mais apresentou retorno ao acionista que comprou as ações no mercado aberto foram as Lojas Renner. Acompanhando a melhoria de várias métricas operacionais, bem como margens crescentes/estabilizadas, as ações tiveram valorização de 120,8% no período,

acrescendo o retorno em 36,2% pela distribuição de dividendos. O investimento para quem tivesse adquirido ações no início de 2013 rendeu 224,6% do referencial no período, com 87,1 p.p a mais.

A Cia Hering teve seu desempenho operacional, econômico e financeiro refletido em sua capitalização de mercado, e o acionista que comprou as ações no início de 2013 observou uma destruição de valor acentuada da companhia, principalmente entre 2015 e 2016, onde a cotação atingiu o valor mínimo do período (10,88 a ação). A sólida posição em caixa da companhia permitiu a distribuição de dividendos no período, fazendo com que o retorno negativo fosse 34,1% menor. Comparativamente ao CDI o retorno das ações foi 96,1 p.p abaixo.

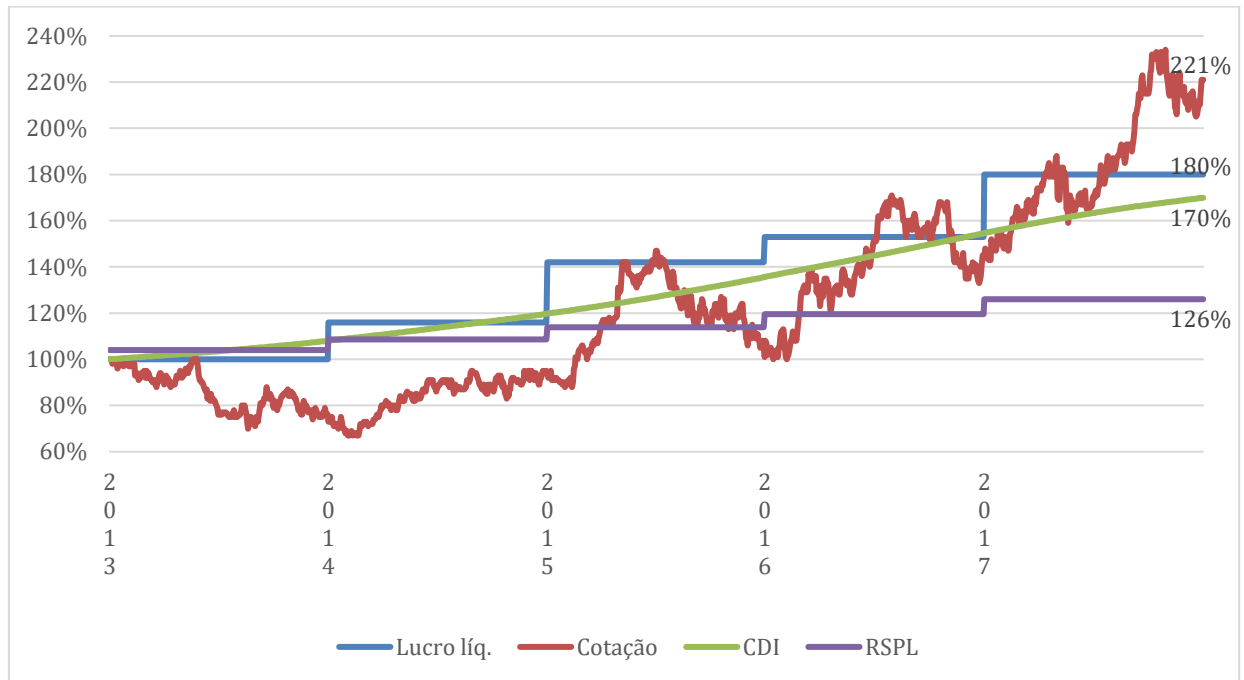
A Guararapes apresenta desvalorização maior em suas cotações durante 2015 e 2016, acompanhando o desempenho de várias de suas métricas que também apresentaram retração no período, devido à expansão de investimentos com efeitos pontuais no resultado e de um cenário econômico desafiador. De 2016 a 2017, nota-se uma retomada em suas cotações, em linha com a melhoria operacional apresentada no período. A distribuição de dividendos aumentou em 25,2% o resultado total obtido no período. Mesmo com o retorno positivo ao acionista, ainda ficou abaixo do CDI em 39,1 p.p, rendendo 44,1% do índice no período.

Referente ao RSPL, exceto pela Guararapes, as companhias apresentam pouca ligação entre o retorno da variação da cotação inicial/final e seu RSPL acumulado. A Guararapes apresenta pouca diferença entre os valores (2,6 pontos percentuais) no final do período, porém durante o período o comportamento entre ambos difere bastante. A variação da cotação está muito mais vinculada à variação do seu lucro líquido, por exemplo, do que do retorno sobre o capital dos acionistas, mesmo porque o patrimônio líquido pode ser afetado por diversos fatores que não o desempenho operacional (Exemplo: exercício de *Stock Options*, política de distribuição de dividendos, entre outros).

Todas as companhias apresentam um RSPL acumulado menor do que o CDI acumulado, o que indicaria que um investimento em qualquer das empresas seria

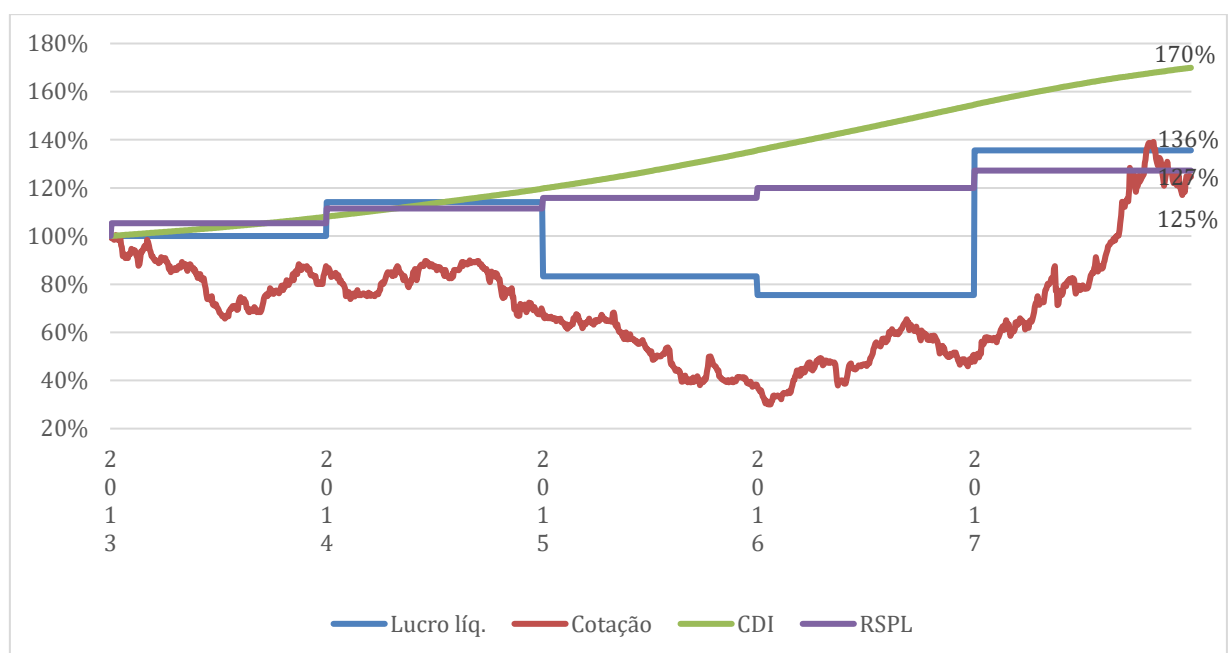
negativo em relação ao custo de oportunidade, porém tal fato não serve de base para explicar a variação das cotações no período.

Gráfico 15 - Lucro líquido, RSPL, CDI e cotação Lojas Renner



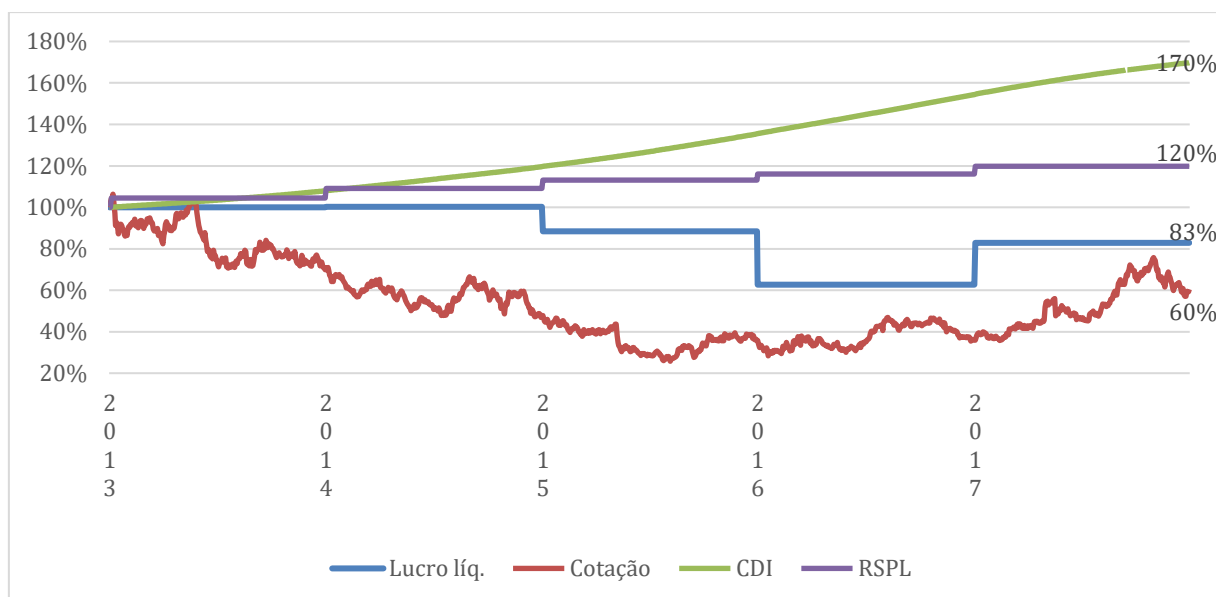
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 16 - Lucro líquido, RSPL, CDI e cotação Cia Guararapes



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 17 - Lucro líquido, RSPL, CDI e cotação Cia Hering



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.3 Índices de Lucratividade

A seguir, foram apresentados os índices de lucratividade, onde se analisa qual percentual sobre a receita a companhia sobra para arcar com sua estrutura operacional, capitais de terceiros e capital próprio, indicando a eficiência da operação.

6.3.1 Margem Bruta

Tabela 29 - Margem Bruta

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	59,4%	61,4%	60,4%	60,4%	63,7%
Hering	45,2%	43,7%	39,5%	39,5%	44,2%
Renner	57,3%	58,5%	59,1%	60,1%	60,4%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

No período, observa-se que a Cia Renner fez um bom trabalho em seu gerenciamento de estoques e precificação, além de contar com fatores como a reoneração da folha de pagamento e exclusão do ICMS da base da PIS/COFINS,

ganhando margem gradativamente ano após ano, incrementando em 3,1 p.p sua margem bruta de 2013 a 2017.

A Guararapes apresentou margens brutas superiores aos comparáveis durante todo o período, observando um crescimento mais expressivo no ano de 2017, com aumento de 5,6% em relação a 2016, com ganho de 3,3% p.p em sua margem, decorrente principalmente do melhor desempenho operacional da empresa, já que sua receita cresceu 8,8% a.a enquanto o CPV decresceu 0,4%.

Já a Cia Hering, que apresentou níveis de estocagem superior ao crescimento da receita em 2014, e também por haver realizado uma “queima de estoque” sem conseguir diluir seus custos fixos na mesma proporção da queda de suas receitas, viu sua margem bruta cair de 45,2% em 2013 para 39,5% em 2015, permanecendo constante neste patamar em 2016, conseguindo diluir seu CPV juntamente com a queda da receita e retomando para 44,2% em 2017, devido ao bom desempenho operacional obtido no ano, com aumento de receitas e queda no CPV.

6.3.2 Margem operacional

Tabela 30 - Margem Operacional

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	14,1%	13,4%	8,6%	6,8%	13,8%
Hering	24,1%	21,3%	13,6%	10,2%	12,8%
Renner	14,9%	15,4%	15,2%	15,1%	14,6%

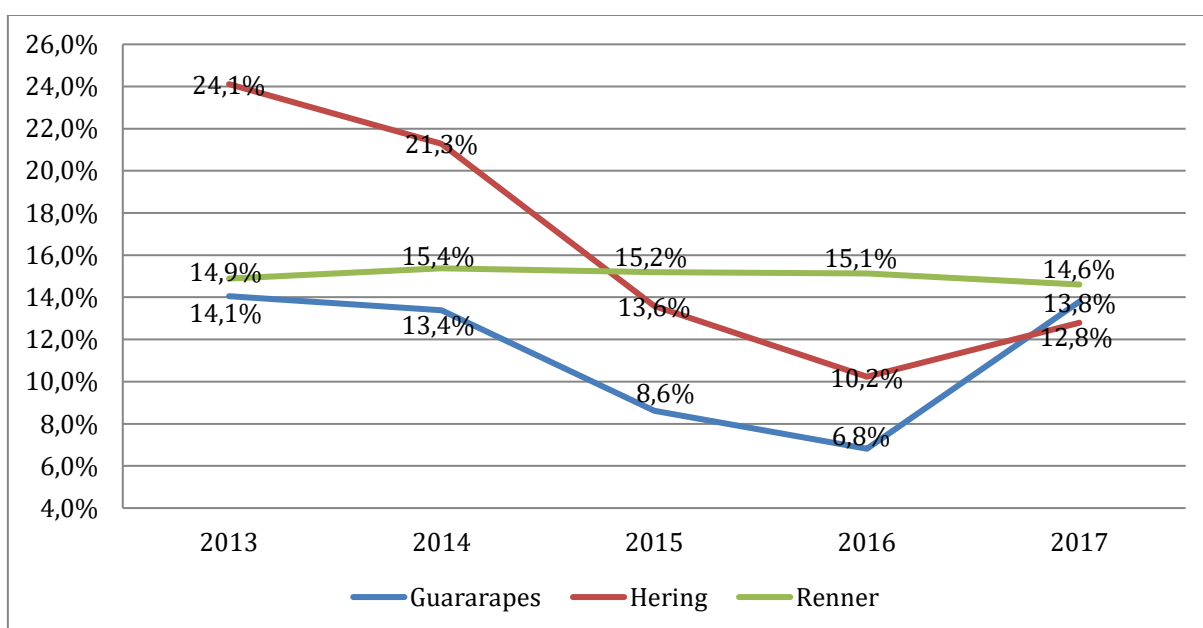
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia Hering apresenta uma queda de 57,6% em sua margem operacional de 2013 a 2016, muito maior do que a queda de 12,5% em sua margem bruta, explicado principalmente pela não diluição de seus custos fixos, aumento das despesas com vendas e campanhas de reforma nas lojas de seus franqueados. Em 2013 a companhia apresentava a melhor margem operacional, ao passo que acabou 2017 com a pior margem entre as companhias estudadas, com desempenho negativo de 47% no período.

A Guararapes, apesar de ter observado um desempenho positivo no quesito margem bruta, apresentou decréscimos em 2015 (-35,7% a.a) e 2016 (-20,8% a.a) em sua margem operacional, devido ao fato que a expansão operacional e projetos de investimento cresceram de forma acelerada nestes anos, em níveis superiores ao resultado bruto extraído de suas vendas. Porém em 2017 a companhia apresenta um ótimo desempenho e ganho de margem com crescimento de 102,3%, encerrando o ano com uma margem de 13,8% sobre a receita, explicado pelo crescimento de 14,9% do resultado bruto, superior ao crescimento das despesas operacionais, e também influenciado pela maior representatividade de outras receitas operacionais no resultado, de 4,3% sobre a receita.

A Renner apresenta margem operacional sem grandes oscilações em todos os anos, observando disciplina financeira e operacional nestes períodos, mesmo investindo e expandindo significativamente no período.

Gráfico 18 - Margem operacional



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.3.3 Margem Líquida

Tabela 31 - Margem líquida

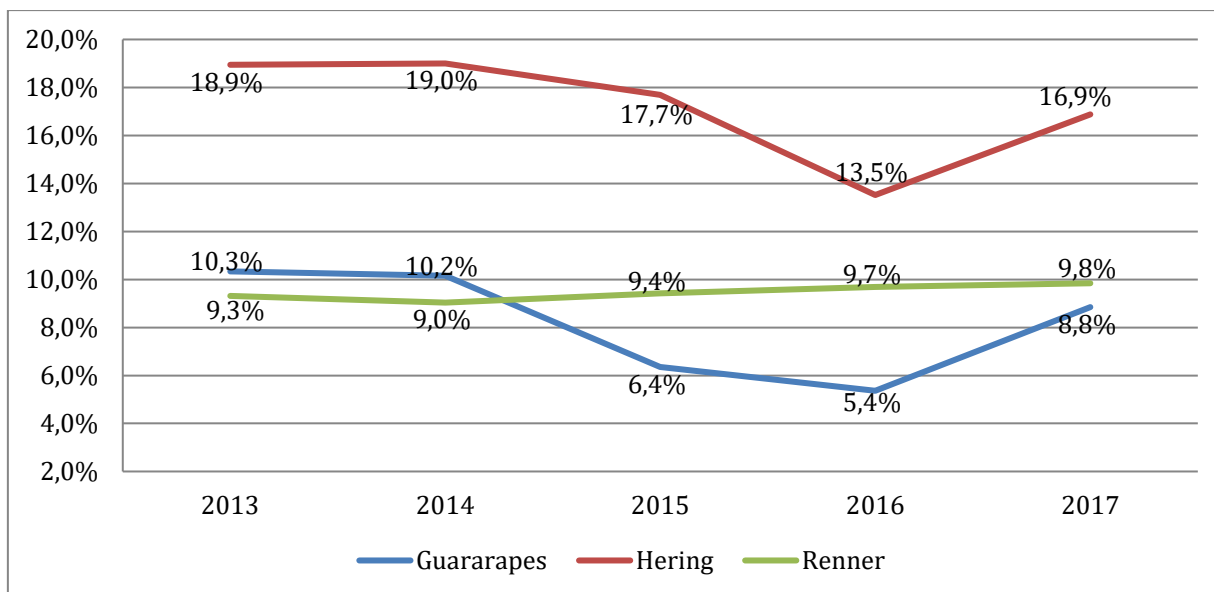
	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	10,3%	10,2%	6,4%	5,4%	8,8%
Hering	18,9%	19,0%	17,7%	13,5%	16,9%
Renner	9,3%	9,0%	9,4%	9,7%	9,8%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia Hering apresenta a maior margem líquida em todos os períodos analisados, e a partir de 2015 sua margem líquida passa a ser maior do que a margem operacional, devido ao resultado financeiro positivo, explicado principalmente pela sua posição em caixa e baixo endividamento. Tal situação patrimonial compensou parcialmente a queda do seu resultado operacional, já que de 2013 a 2016 sua margem líquida caiu 28,6%, praticamente a metade da queda da margem operacional (-57,6%). Já em 2017 a margem líquida apresenta crescimento em linha com sua margem operacional, na ordem de 25% a.a.

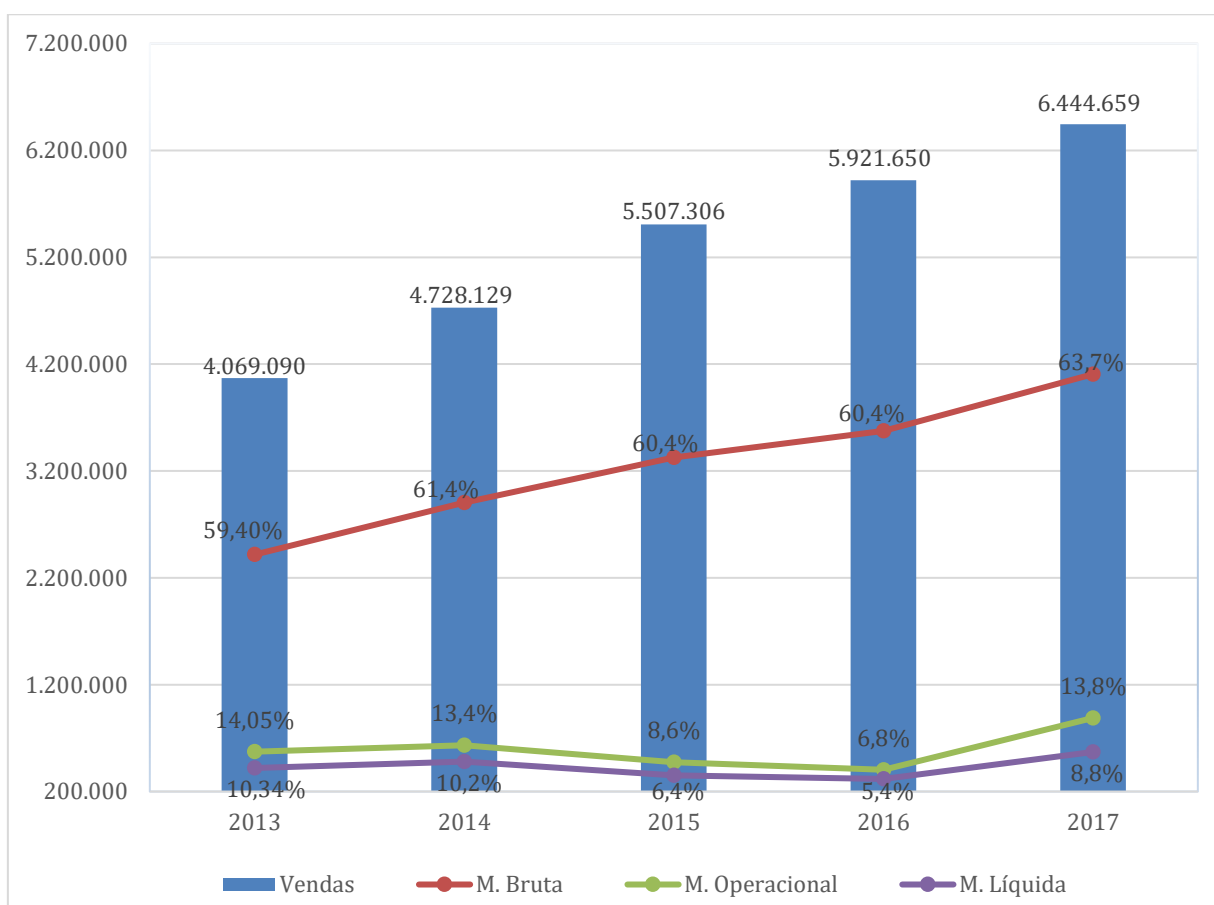
A Guararapes, em linha com sua margem operacional, apresenta queda de 37,4% na margem líquida ano a ano em 2015, decorrente principalmente de maiores despesas financeiras, decorrentes de endividamento para expansão, e em 2016 também, com queda na ordem de 15,7% a.a. Já em 2017 a companhia volta a apresentar melhoria de margem líquida, decorrente da forte recuperação do resultado operacional. A Cia Renner apresenta margem líquida na faixa dos 9% no período inteiro, terminando 2017 próxima a 10%, direcionado pelo desempenho constante no resultado financeiro, apresentando crescimento a partir de 2015 devido ao decréscimo de impostos sobre os lucros.

Gráfico 19 - Margem Líquida



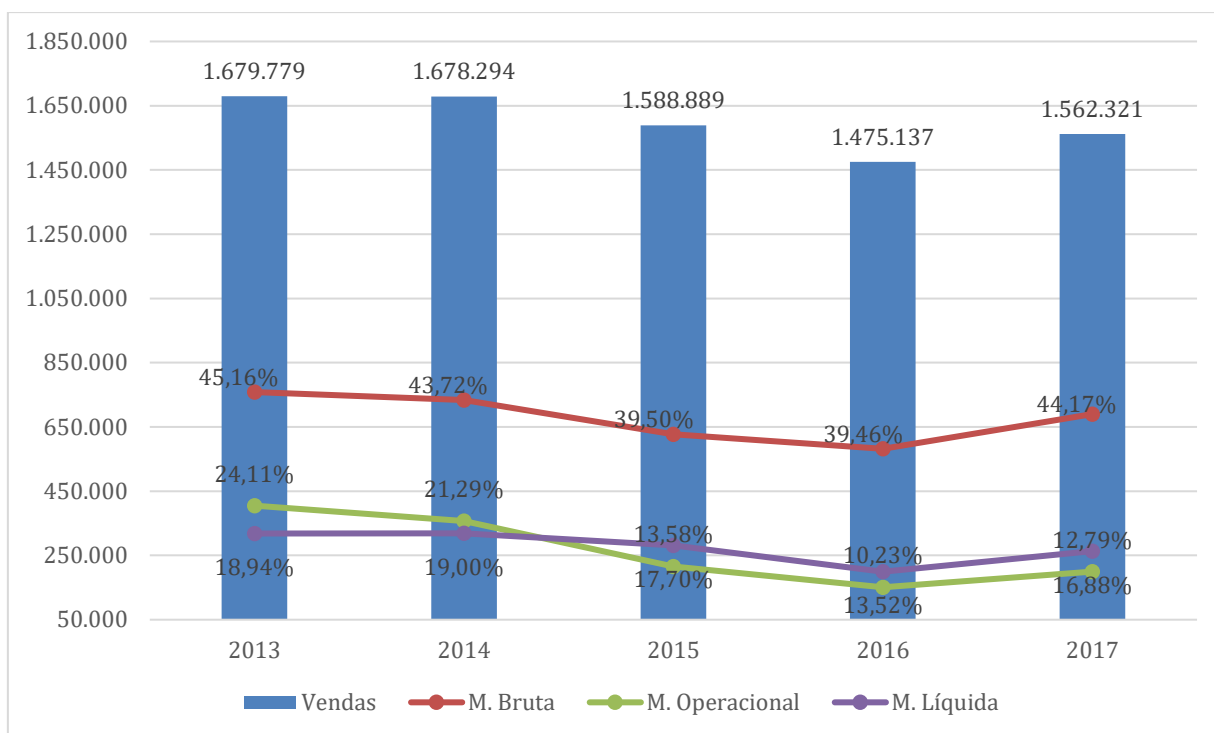
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 20 - Vendas e margens Cia Guararapes



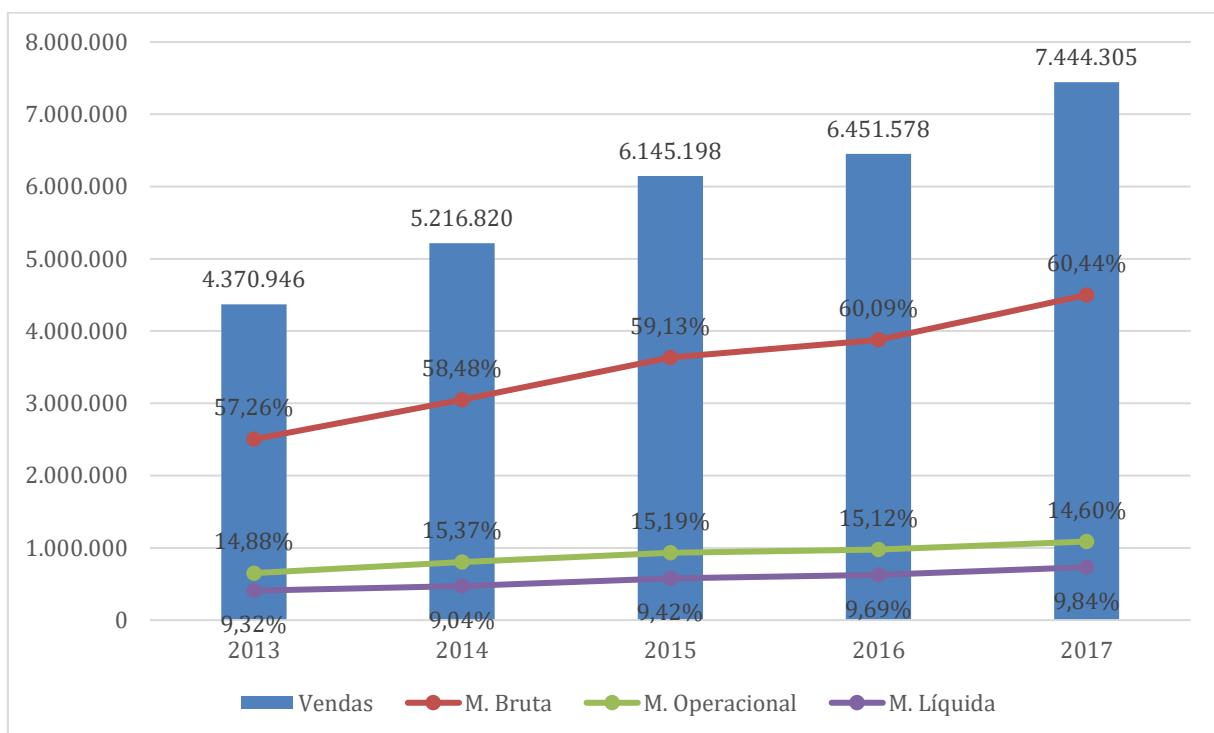
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 21 - Vendas e margens Cia Hering



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 22 - Vendas e margens Renner



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.3.4 NOPAT

Tabela 32 - *NOPAT*

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	9,3%	8,8%	5,7%	4,5%	9,1%
Hering	15,9%	14,0%	9,0%	6,8%	8,4%
Renner	9,8%	10,1%	10,0%	10,0%	9,6%

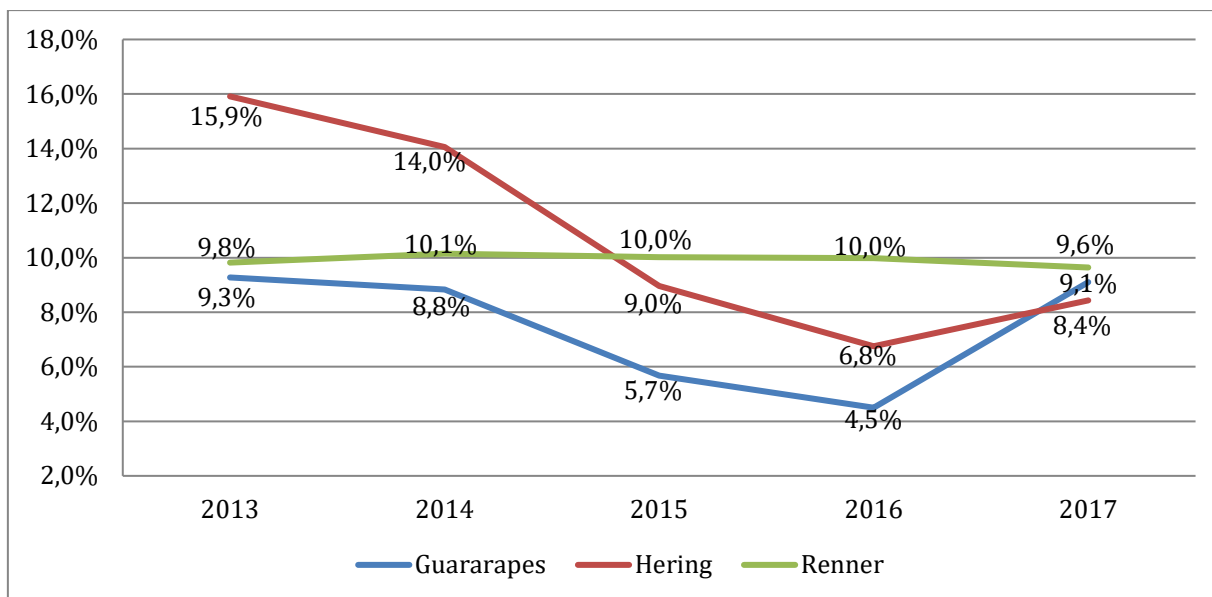
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia Guararapes apresenta desempenho de sua margem *NOPAT* em linha com sua margem operacional, apresentando menor margem em 2015 e 2016, e retomando em 2017. Nota-se o efeito dos impostos sobre o lucro diferidos de 2013 a 2016, já que a alíquota nestes anos é inferior a 34%, sendo inclusive positiva em 2016, se traduzindo em margem líquida superior à margem *NOPAT*. Já em 2017, devido à maior alíquota sobre os impostos (26,5%) e maiores despesas financeiras, a margem líquida ficou abaixo da margem *NOPAT* do período.

A Cia Hering, que no início do período apresentava a maior margem *NOPAT* encerrou 2017 com a menor margem entre as comparáveis, apresentando queda de 47,0%, estando 100% em linha com a queda da margem operacional no período. A quantidade de reservas financeiras da empresa possibilita suavizar o resultado líquido, já que o resultado financeiro é positivo em todos os anos e tem destaque nos anos de 2015 e 2016, devido à alta da Selic. Observa-se que no início do período a margem líquida representava 18,9% e a margem *NOPAT* 15,9%, enquanto no final de 2017 a margem líquida era de 16,9% e a margem *NOPAT* de 8,4%, demonstrando o declínio do resultado operacional e a dependência de caixa líquido para a formação do resultado líquido.

A Renner apresenta margem *NOPAT* estável no período.

Gráfico 23 - NOPAT



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.4 Índices de Liquidez

A seguir, foram analisados os índices de liquidez, que mensuram o quanto a companhia tem de capacidade em sua estrutura patrimonial/financeira para quitar as dívidas.

6.4.1 Índice de liquidez corrente

Tabela 33 - Índice de Liquidez Corrente

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	2,11	2,17	1,52	1,58	1,78
Hering	2,99	3,23	3,68	3,69	3,56
Renner	1,55	1,72	1,60	1,40	1,67

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia Hering é a companhia que apresenta o maior índice de liquidez corrente durante o período, em grande parte explicado pelo fato de financiar a maior parte de suas operações com capitais próprios (Patrimônio líquido). Em 2014, observa-se um aumento do ILC decorrente do crescimento de caixa (+29,4%), enquanto o passivo

circulante permaneceu neutro (+0,3%). Nem sempre uma melhor liquidez significa melhor desempenho operacional, e em 2015 o índice cresce devido ao fato de que o passivo circulante caiu em maior proporção (-16,4%), do que o ativo circulante (-4,6%), influenciado pelo fato de que a Cia aumentou seu prazo de estocagem enquanto diminuiu o prazo de pagamento a fornecedores. Em 2017 o índice apresenta queda devido à diminuição de caixa, já que a Hering distribuiu mais dividendos e juros sobre capital próprio do que o fluxo de caixa livre gerado. No período todo, a Hering apresenta crescimento de 19,1% em seu ILC.

Para as Lojas Renner, em 2015, observa-se uma queda em seu ILC decorrente do crescimento de 6,3% no ativo circulante, enquanto o passivo circulante cresce 13,8%, direcionados pela diminuição de caixa e aumento de empréstimos. Em 2016 observa-se um aumento de 25,8% no PC e de 9,8% no AC, resultado principalmente do aumento da linha empréstimos no curto prazo, fornecedores (maior PMP) e obrigações com administradoras de cartões. Em 2017 este índice apresenta aumento de 19,2% decorrente principalmente da redução do PC, guiada pelo pagamento de empréstimos. De 2013 a 2017, o índice cresceu 7,4%.

Para a Guararapes, em 2015 houve queda significativa de 29,8% do índice, decorrente majoritariamente do aumento da linha de empréstimos e financiamentos (+294,4%), com o objetivo de expansão da Cia. Já em 2017 observa-se um crescimento de 12,7% no ILC devido ao maior prazo oferecido aos clientes, ao passo que a linha de empréstimos apresenta-se queda significativa (-37,6%), encerrando o ano em 1,78. Nenhuma das companhias apresenta índice menor que 1, indicando sólida liquidez, seja pela elevada quantidade em caixa, pela sólida geração de caixa operacional ou capacidade de captação/pagamento de recursos.

6.4.2 Índice de liquidez real

Tabela 34 - Índice de liquidez real

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	1,00	1,01	0,89	0,93	0,98
Hering	1,10	1,15	1,09	1,21	1,08
Renner	0,92	0,99	0,94	0,86	1,03

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Guararapes apresenta índice de liquidez real praticamente igual em 2013 e 2014, onde financiou todo seu ativo econômico com recursos de longo prazo. Em 2015, decorrente de seu plano de expansão (Investimento em giro/Imobilizado), endividamento contraído em sua estrutura de capital e queda de resultados, o índice atinge 0,89, com parte dos ativos operacionais sendo financiados com recursos erráticos de curto prazo (68% destes sendo financiamentos e 26% de tributos sobre lucros/dividendos a pagar). Com a melhoria dos resultados nos anos seguintes o índice volta a se estabelecer próximo a 1,00.

A Cia Hering tem o maior índice de liquidez real ao longo dos anos, devido à quantidade de recursos em caixa (ativo errático maior do que o passivo errático em todo o período), e toda sua NCG é coberta com recursos de longo prazo e fontes operacionais. Em 2015, decorrente da queda da resultados e aumento de investimentos no ativo econômico, o índice cai para 1,09. Já em 2016 o índice sobe para 1,21, oriundo de um menor investimento em giro combinado com um aumento de RLP. Em 2017, a companhia realiza o maior investimento em giro do período (R\$ 637 milhões), combinado com uma redução do passivo não circulante (empréstimos alocados no PC), o que reduz o índice de 1,21 para 1,08.

Em 2013, 2015 e 2016, a Renner apresenta parte de seus investimentos no ativo econômico financiados por origens de curto prazo erráticas, sendo a maior parte proveniente de financiamentos (média de 66%) e obrigações federais (média de 15%). Em 2014, a combinação de resultados e dívidas de longo prazo melhorou seu índice de liquidez, visto que o investimento no AE foi menor do que os RLP obtidos. Em 2017, devido ao aumento dos RLP ser maior do que o investimento no AE (R\$ 1.048 milhões e R\$ 342 milhões, respectivamente), o índice encerrou em seu melhor valor no período, de 1,03.

6.4.3 Capital de Giro Líquido

Tabela 35 - Capital de Giro Líquido

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	1.378.415	1.920.305	1.416.233	1.705.851	2.212.821
Hering	622.209	698.486	703.566	739.682	733.344
Renner	1.068.673	1.461.981	1.402.084	1.167.726	1.966.229

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

No período, todas as companhias tiveram capital de giro líquido positivo, corroborado pelo índice de liquidez corrente analisado anteriormente.

A Guararapes observou crescimento maior no ativo circulante no período oriundo das Contas a Receber (66% da variação de R\$ 2.418 milhões no AC do período), e no passivo circulante das obrigações com administradoras de cartões (40% da variação de R\$ 1.583 milhões do PC no período), empréstimos e financiamentos (26% da variação) e de fornecedores (18% da variação no período), apresentando crescimento de 60,5% em seu CGL de 2013 a 2017. Em 2014 o crescimento elevado do AC foi decorrente do aumento nas contas de clientes, fornecedores e caixa, visto que a captação de financiamentos para expansão foi em maior parte contabilizada a longo prazo, compensando este efeito em 2015, com aumento do PC.

Mantido o ritmo de expansão das operações, o aumento em 2017 deveu-se principalmente à amortização de empréstimos e financiamentos no curto prazo, fazendo com que o PC apresentasse queda de 3,5% a.a, enquanto o AC cresceu 8,7%, demonstrando a forte posição de liquidez da companhia.

Os direcionadores do aumento do ativo circulante da Hering foram os estoques (64% da variação de R\$ 84 milhões no período), tributos a recuperar (47%), caixa (10%) e compensados pela variação negativa de R\$ 18 milhões no contas a receber (-22%), no período de 2013 a 2017, enquanto as variações do PC foram direcionadas principalmente por fornecedores, obrigações fiscais, empréstimos e provisões. Em 2014 o aumento de 12,3% no CGL advém de um aumento em caixa, com forte geração de caixa líquido operacional, e estoques da Cia. Em 2017 observa-se pequena queda no CGL direcionado principalmente por um aumento na conta do PC de provisão para participação nos resultados (R\$ 25 milhões), que só apresentou valores anteriormente em 2013 (R\$ 7 milhões).

A Renner apresenta em 2014 aumento de 36,8% em seu CGL, decorrente principalmente do crescimento no contas a receber e estoques, e em 2016 apresenta um decréscimo devido ao PC crescer 25,8%, direcionado pelo aumento de todas as contas do passivo, enquanto o AC cresceu 9,8%. Em 2017 o CGL tem um crescimento expressivo de 68,4% direcionado principalmente no AC (+20,8%)

pelo contas a receber, enquanto o PC apresentou crescimento menor (+0,8%) devido principalmente ao fato de a conta empréstimos e financiamentos apresentar amortização líquida de R\$ 480 milhões. No período, o CGL da Renner cresceu 84,0%.

6.4.4 Necessidade de Capital de Giro

Tabela 36 - NCG

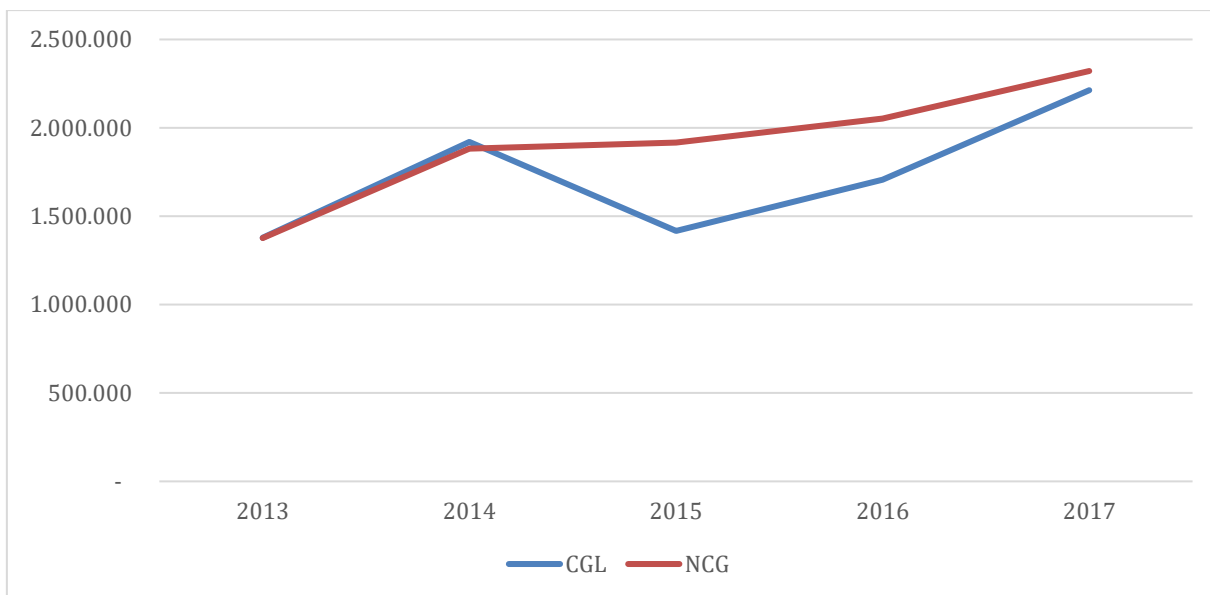
	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	1.376.473	1.881.807	1.916.631	2.052.115	2.321.414
Hering	533.877	548.815	599.886	518.411	637.650
Renner	1.301.126	1.484.489	1.620.796	1.733.744	1.825.972

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Todas as companhias apresentam necessidade de capital de giro positivo, pois o modelo de negócios delas têm as mesmas características de estocagem, vendas à prazo, prazos com fornecedores, entre outros.

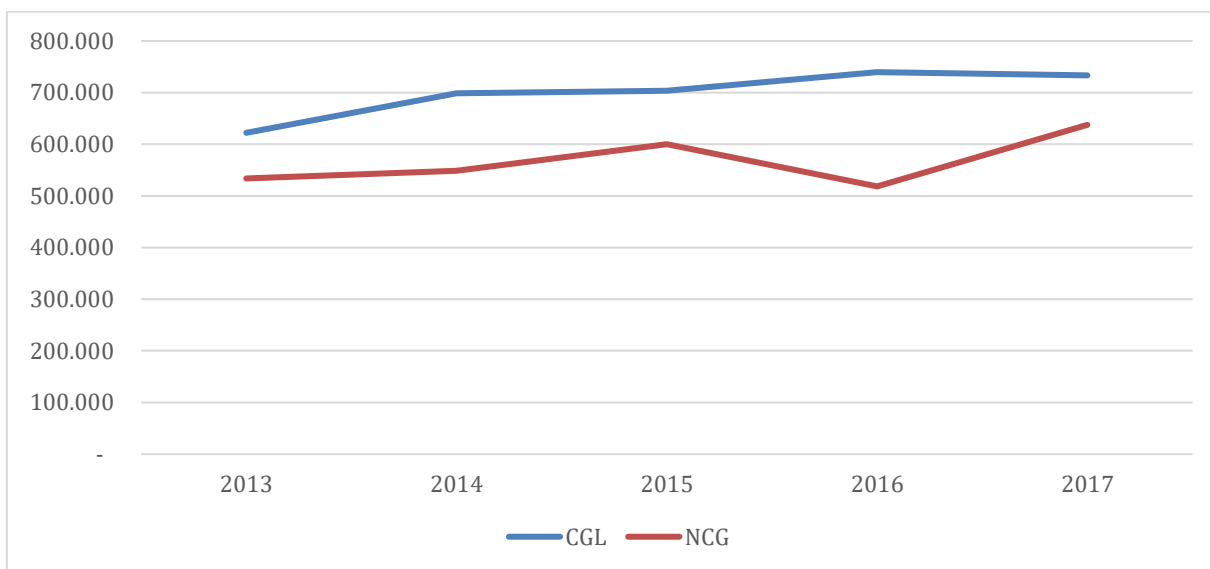
A Guararapes apresenta aumento mais expressivo de 36,7% em sua NCG de 2013 a 2014, decorrente de um aumento maior em clientes. A NCG segue crescendo direcionada principalmente pelas contas a receber da companhia (R\$ 1.522 milhões em 2013 e R\$ 3.127 milhões em 2017). A Hering apresenta crescimento da NCG até 2016, decorrente principalmente de contas a receber (entre 2013 e 2014) e da queda da conta fornecedores (entre 2015 e 2016). Em 2016 com a desaceleração de resultados, a companhia consegue reduzir sua NCG, e em 2017 aumenta seu investimento em NCG, direcionado por estoques e principalmente redução em fornecedores. A Renner apresenta crescimento constante em sua NCG no período.

Gráfico 24 - CGL x NCG Guararapes



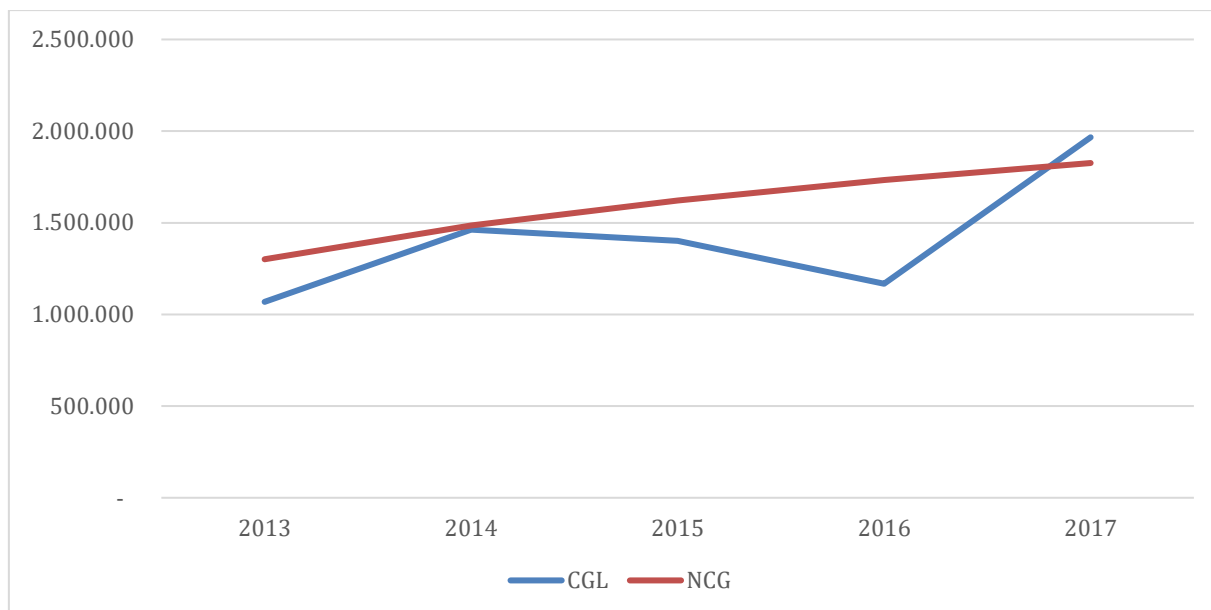
Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 25 - CGL x NCG Hering



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Gráfico 26 - CGL x NCG Renner



Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

6.4.5 Índice de endividamento

Tabela 37 - Índice de Endividamento

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	41%	47%	51%	53%	50%
Hering	30%	25%	20%	21%	20%
Renner	67%	65%	61%	59%	57%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Cia Guararapes apresentou crescimento de endividamento no financiamento das operações, principalmente entre 2013/2014, decorrente de empréstimos e financiamentos, e em 2014/2015, decorrente também do aumento de empréstimos e financiamentos e de outras contas operacionais, como fornecedores e obrigações com administradoras de cartões, período de investimento intenso na companhia, vindo a crescer até 2016, períodos em que o resultado da companhia foi pressionado pela crise econômica/gastos com expansão. Em 2017, a retomada de um bom resultado, juntamente com a amortização de empréstimos e financiamentos fez com que o índice estabilizasse em 50%, mostrando que a companhia financia suas operações metade com capitais próprios e metade com capitais de terceiros.

A Hering apresenta redução do índice de endividamento, principalmente entre 2013 e 2015, saindo de 30% e vindo a estabilizar 20%. Tal movimento é explicado pela amortização de dívidas em 2013/2014 e não renovação das mesmas, e por pagamento de obrigações fiscais com incentivos fiscais de longo prazo, reduzindo seu passivo até 2015. Também a companhia teve aumento em seus prazos médios de estocagem e recebimento, e investimentos no ativo, aumentando seu ativo na base comparativa.

As Lojas Renner tem o índice mais elevado durante todo o período, porém tal estrutura de capital não prejudica sua liquidez nem rentabilidade, visto que a capacidade de pagamento da companhia é elevado e sua margem líquida apresenta crescimento ano a ano, bem como outros indicadores de rentabilidade. Ao longo dos anos, a Cia apresentou redução constante no índice de endividamento devido a maiores investimento na NCG e imobilizado no ativo, provenientes principalmente do crescimento do seu resultado líquido e maiores investimentos com capitais próprios nas operações, saindo de 67% em 2013 para 57% em 2017 seu IE.

6.4.6 Índice de participação de capital de terceiros

Tabela 38 - Índice de participação de capital de terceiros

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	68%	87%	106%	112%	98%
Hering	43%	33%	25%	26%	25%
Renner	202%	187%	154%	146%	134%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

No período, percebe-se que as companhias que mais se alavancaram com recursos de terceiros são as Cias Guararapes e Renner, enquanto a Hering mantém a estrutura patrimonial mais conservadora entre as comparáveis. A Guararapes, observando um crescimento operacional forte, pontuado por períodos de resultados mais fracos, apresenta crescimento das origens de financiamento tanto operacionais quanto onerosas atingindo o pico em 2016, representando 112% de capitais de terceiros em relação ao capital próprio investidos na empresa. No ano de 2017, o índice cai para 98%, corroborado pelo IE estudado anteriormente e pelos mesmos

motivos. O capital oneroso (empréstimos e financiamentos) representou, na média, 36% do passivo (sem Patrimônio Líquido).

A Lojas Renner é a companhia que apresenta maior alavancagem de capital de terceiros em relação ao seu capital próprio, sendo numa proporção duas vezes maior no início do período. Porém, como visto anteriormente, os fortes resultados apresentados ano a ano fizeram com que os capitais próprios passassem a ter mais representatividade na estrutura patrimonial e este índice reduziu 33,7% em relação ao início do período comparativo. Em 2013, 59% do passivo (sem o Patrimônio Líquido) era composto por capitais onerosos, enquanto ao final de 2017 este percentual era de 43%.

As estruturas patrimoniais tanto de Guararapes quanto de Renner não significam necessariamente uma formatação arriscada/inadequada, visto que em todos os anos as companhias tiveram lucros, além de conseguirem captar/amortizar financiamentos, demonstrando capacidade de pagamento. Tal fator pode ser explicado por ambas terem suas próprias financeiras na estrutura empresarial. A Hering apresenta desempenho semelhante ao que já foi analisado anteriormente no IE, com uma estrutura patrimonial mais conservadora do que os comparáveis.

6.4.7 Índice de composição do endividamento

Tabela 39 - Índice de composição do endividamento

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	64%	59%	76%	73%	71%
Hering	80%	88%	88%	86%	94%
Renner	64%	59%	65%	76%	68%

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

A Guararapes apresenta queda em 2014 devido à contratação de empréstimos com contabilização a longo prazo, aumentando o PNC (R\$ 434 milhões), enquanto o PC cresce em menor intensidade (R\$ 403 milhões). Em 2015, a transferência/captações líquidas de financiamentos no curto prazo, juntamente com aumento das contas operacionais elevou o perfil do endividamento de curto prazo para 76% o ativo total, baixando gradativamente até o nível de 71%,

decorrente do aumento de contas do PNC (Empréstimos e financiamentos e provisões), e amortização de dívidas no curto prazo.

A Cia Hering apresenta elevado percentual de sua dívida no curto prazo, encerrando o período em 94%, ante 80% em 2013. Até 2015 esse desempenho é resultado de uma baixa mais acentuada da conta obrigações por incentivo fiscal no PNC do que por elevação no PC, visto que o saldo do PC era menor (R\$ 262 milhões) do que no período base de 2013 (R\$ 312 milhões). Já em 2016 esse índice se eleva em decorrência do maior saldo de fornecedores, e em 2017 devido ao aumento da conta empréstimos e provisões. Apesar de o índice ser elevado e a dívida se concentrar no curto prazo, a grande quantidade em caixa e a geração líquida de caixa das operações da companhia fornecem capacidade de pagamento da dívida.

Na Renner observa-se ligeira queda em 2014 devido à aquisição de empréstimos no longo prazo, voltando praticamente ao patamar anterior no ano de 2015, enquanto em 2016 observa um crescimento de 16,5% no índice decorrente da transferência do saldo de empréstimos do longo prazo para o curto prazo, juntamente com um aumento da conta fornecedores, derivado de maiores compras no período e maior concessão de prazo por parte dos fornecedores. Em 2017 o índice volta para 68%, devido principalmente à aquisição de empréstimos de longo prazo (R\$ 474 milhões), enquanto o passivo circulante permaneceu praticamente estável (aumento de R\$ 24 milhões).

6.4.8 Dívida líquida/Fluxo de caixa operacional

Tabela 40 - Dívida líquida/Fluxo de Caixa Operacional

	2013	2014	2015	2016	2017
Guararapes	0,44	0,73	1,18	1,20	1,00
Hering	(0,32)	(0,42)	(0,32)	(0,65)	(0,35)
Renner	1,16	1,00	0,86	0,71	0,45

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Todas as companhias analisadas apresentam endividamento saudável perante seu potencial de geração de caixa, métrica muito utilizada no mercado

financeiro para medir a capacidade de pagamento das empresas. A Cia Guararapes apresenta crescimento de 2013 a 2016 no índice, decorrente do aumento do endividamento em proporção maior do que o caixa gerado nas operações, período onde mais investiu em suas operações, financiando clientes e expansão de suas lojas, apresentando queda no índice em 2017, decorrente tanto da amortização do endividamento quanto do aumento do CGO.

A Hering apresenta endividamento líquido, ou seja, tem mais em caixa do que tem a pagar a credores. A Renner apresenta redução constante no índice, saindo de 1,16 em 2013 para 0,45 em 2017, decorrente principalmente do crescimento do potencial de geração de caixa, que saiu de R\$ 844 milhões em 2013 para R\$ 1.630 milhões em 2017. A dívida líquida apresenta períodos de crescimento em 2014 e 2015, porém cai gradualmente em 2016 e 2017.

6.4.9 Grau de alavancagem financeira

Tabela 41 - Grau de alavancagem financeira

	2014	2015	2016	2017
Guararapes	1,2	1,5	1,8	1,5
Hering	0,8	0,9	0,8	1,3
Renner	0,9	1,0	1,2	1,3

Fonte: O autor (2018), com base nas demonstrações financeiras.

Em 2014 nota-se uma alavancagem operacional positiva na Guararapes, com o LAIR crescendo 12,4% ao passo que o LOP cresceu 10,6%, com aumento direcionado principalmente pelo aumento nas receitas financeiras (+67,0%). Em 2015 e 2016 o GAF é positivo, porém a origem destes valores é que o LAIR tem queda maior (-37,1% e -27,4% respectivamente) do que o LOP (-25,1% e -14,9% respectivamente), direcionados principalmente pelo aumento de endividamento que ocasionou maiores despesas financeiras. Em 2017 a alavancagem positiva decorre do aumento do LAIR (+181,6%) ser superior ao LOP (+120,2%).

A Hering apresenta GAF menor que 1 em três anos (2014, 2015 e 2016), porém tais valores indicam que a queda do LAIR foi menor do que a queda do LOP

no período, dado o perfil de caixa líquido da empresa, que abrandou a queda de resultados. Em 2017 o GAF é positivo devido ao aumento do LAIR (+41,1%) ser maior do que o LOP (+32,4%).

A Renner apresenta um GAF negativo apenas em 2014, direcionado pelo aumento maior do LOP (+23,3%) do que do LAIR (+21,5%). Nos outros anos a empresa apresenta GAF positivo e crescente, decorrente de a variação do LAIR vir maior do que seu LOP em todos os anos, direcionados em 2016 e 2017 principalmente pela amortização de endividamento e consequentemente menores despesas financeiras, com redução em menor quantidade dos valores de receitas financeiras.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise das demonstrações contábeis é uma ferramenta amplamente utilizada pelos agentes de mercado financeiro, sejam eles investidores individuais, bancos, fundos de investimento, credores, entre outros *stakeholders*, para a tomada de decisões e alocação de capital

Este trabalho atingiu os objetivos propostos, ao verificar que as cotações no mercado variam de acordo com o desempenho operacional e financeiro das empresas em um horizonte temporal de médio prazo. Os dados das demonstrações financeiras foram buscados no *site* da Bovespa e outras informações foram encontradas nas notas explicativas e formulários de referência das Companhias. As cotações foram extraídas do *site* Infomoney, e os gráficos foram gerados a partir do aplicativo *Excel*, bem como os cálculos dos indicadores conforme referencial teórico.

Após o cálculo dos índices, foi analisado o que direcionou o comportamento dos índices ao longo do tempo. A Companhia Guararapes apresenta um período de expansão e investimentos relevantes no período, com crescimento de vendas e de investimento em giro. Tal expansão gerou certa pressão em seus resultados nos anos de 2015 e 2016, observando-se que a cotação acompanha a queda no período, bem como um aumento de seu endividamento, visto que a companhia opera com o segundo maior nível de alavancagem. Porém esta alavancagem não pressiona sua liquidez, pois a companhia opera em um nível confortável de geração de caixa sobre sua dívida e consegue captar recursos. Por fim, em 2017, um forte resultado operacional em praticamente todas as métricas faz com que a cotação da ação apresente ganho.

A Hering, apesar de apresentar alguns índices em valores absolutos superior às outras empresas (vendas por m² e RSA, por exemplo) no final do período, sofre uma retração operacional notável de 2013 a 2017, com queda de vendas, diminuição de operação e deterioração de margens. Tal desempenho é refletido nas cotações da companhia e nos retornos ao investidor. Sua estrutura de capital conservadora, com caixa líquido, permitiu que a companhia atravessasse este período ruim sem comprometer sua liquidez de maneira séria. Por fim, a companhia encerra a sequência de queda de resultados e apresenta melhores indicadores operacionais, de retorno e de margens em 2017, e suas cotações acompanham tal desempenho, aumentando o valor. Porém, tal desempenho não foi suficiente para trazer um retorno satisfatório ao investidor que tivesse adquirido as ações no início de 2013 e mantido até o final de 2017.

A Renner entregou o melhor retorno para quem tivesse investido no início de 2013. Expansão operacional, margens controladas/crescentes e geração de caixa da companhia fizeram com que o mercado reconhecesse o desempenho da companhia e aumentasse seu valor de mercado. A companhia opera com o maior nível de alavancagem, porém este nível não se mostra prejudicial à empresa, pois ela consegue gerar caixa suficiente para cobrir a dívida onerosa, bem como captar recursos no mercado.

Dos 28 índices estudados, a Renner, entre as 3 empresas analisadas, apresenta a melhor evolução em 14 deles entre o início de 2013 e o final de 2017, a Guararapes em 9 deles e a Hering em apenas 5. Deste modo, percebe-se que o mercado acompanhou o desempenho das empresas, e as cotações e retornos ao investidor estão vinculados com o desempenho operacional das companhias ao longo do tempo. Não há um indicador específico que explique os retornos obtidos, porém o conjunto deles sim, nem a magnitude dos mesmos, pois por vezes o mercado antecipa os desempenhos das empresas e pode tanto pagar um “prêmio” sobre as empresas com maior potencial na visão dos analistas, como desvalorizar ainda mais as cotações das que apresentam desempenho inferior, em relação à variação dos lucros, por exemplo.

Não se levou em conta premissas ou indicadores para a compra das ações, como preço/lucro ou *Enterprise Value*/EBITDA, comumente utilizados no mercado.

Ressalta-se que tais fatores influenciam de maneira diferente os investidores e a maneira de aportar capital, bem como os possíveis retornos obtidos.

Como sugestão para futuros trabalhos, seria interessante realizar um *valuation* das companhias e verificar se as ações atingem tais valores, bem como o que direcionou ou impediu tais cotações de atingirem os valores encontrados. Também a busca de notícias ou relatórios sobre a empresa em tópicos como mudanças estruturais, no modelo de negócios, em estratégias comerciais e de marketing e como estes fatores influenciaram o desempenho dos números da empresa. A análise do benefício da alavancagem entre as empresas, comparando o ROIC com o custo do capital. Outra alternativa seria analisar como as recomendações de analistas que cobrem as empresas se comportam e quais os retornos que seriam obtidos com as recomendações feitas pelos mesmos. Analisar separadamente os negócios realizados através das financeiras (exemplo: Midway Financeira, da Guararapes) com seus respectivos indicadores e como afetam o resultado final das companhias.

REFERÊNCIAS

ABREU, Edgar; SILVA, Lucas. **Sistema Financeiro Nacional**. São Paulo: Editora Forense, 2016.

ALMEIDA, Marília. Por medo de riscos, brasileiro continua apegado à poupança. **EXAME**, São Paulo, 07 mar. 2016. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/por-medo-de-riscos-brasileiro-continua-apegado-a-poupanca/>> Acesso em: 02 mar. 2018

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços**: Um enfoque econômico-financeiro. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

_____. **Mercado financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014b.

_____. **Valuation**: Métricas de valor & avaliação de empresas. São Paulo: Atlas, 2014a.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tibúrcio. **Administração do capital de giro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BLATT, A. **Análise de balanços**: estrutura e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis. São Paulo: Makron Books, 2001.

BRAGA, Hugo Rocha. **Demonstrações contábeis**: Estrutura, análise e interpretação. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 05 mar. 2018.

_____. Lei nº 11.941/09, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que especifica; institui regime tributário de transição, alterando o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, as Leis nºs 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.213, de 24 de julho de 1991, 8.218, de 29 de agosto de 1991, 9.249, de 26

de dezembro de 1995, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.469, de 10 de julho de 1997, 9.532, de 10 de dezembro de 1997, 10.426, de 24 de abril de 2002, 10.480, de 2 de julho de 2002, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.887, de 18 de junho de 2004, e 6.404, de 15 de dezembro de 1976, o Decreto-Lei no 1.598, de 26 de dezembro de 1977, e as Leis nos 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 11.116, de 18 de maio de 2005, 11.732, de 30 de junho de 2008, 10.260, de 12 de julho de 2001, 9.873, de 23 de novembro de 1999, 11.171, de 2 de setembro de 2005, 11.345, de 14 de setembro de 2006; prorroga a vigência da Lei no 8.989, de 24 de fevereiro de 1995; revoga dispositivos das Leis n°s 8.383, de 30 de dezembro de 1991, e 8.620, de 5 de janeiro de 1993, do Decreto-Lei no 73, de 21 de novembro de 1966, das Leis n°s 10.190, de 14 de fevereiro de 2001, 9.718, de 27 de novembro de 1998, e 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.964, de 10 de abril de 2000, e, a partir da instalação do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais, os Decretos nos 83.304, de 28 de março de 1979, e 89.892, de 2 de julho de 1984, e o art. 112 da Lei no 11.196, de 21 de novembro de 2005; e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l11941.htm>. Acesso em: 05 mar. 2018.

_____. Lei n° 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 05 mar. 2018.

BRMALLS. **Glossário**. São Paulo, 2018. Disponível em: <http://ri.brmalls.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=50869> Acesso em: 03 de maio 2018.

BRUNI, Adriano Leal. **A análise contábil e financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

CHEMIN, Beatris Francisca. **Manual da Univates para trabalhos acadêmicos: planejamento, elaboração e apresentação**. 3. ed. Lajeado: UNIVATES, 2015.

COELHO, Cláudio Ulysses Ferreira; LINS, Luiz dos Santos. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS-CVM. **Deliberação CVM 207**, de 13 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei 9.249/95. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0200/deli207.html>>. Acesso em: 05 mar. 2018.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS-CPC. **CPC 26-Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Brasília-DF, [201-]. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 05 mar. 2018.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE-CFC. **Nova Estrutura do Balanço**. Brasília, 2008 Disponível em: <<http://cfc.org.br/tecnica/perguntas-frequentes/nova-estrutura-do-balanco/>> Acesso em: 02 mar. 2018.

DAMODARAN, Aswath: Return on Capital (ROC), Return on Invested Capital (ROIC) and Return on Equity (ROE): Measurement and Implications. **Stern School of Business**, New York, July 2007. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/returnmeasures.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

FARIAS, Aquiles Rocha de; ORNELAS, José Renato Haas. **Finanças e sistema financeiro nacional para concursos**: Questões resolvidas de concursos do Banco Central, Tesouro Nacional, BNDES, CVM, CEF e BB, dentre outros. São Paulo: Atlas, 2015.

FLEURIET, Michel; ZEIDAN, Rodrigo. **O modelo dinâmico de gestão financeira**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015.

GIL, Antonio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GITMAN, Lawrence J. Princípios da administração financeira. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. 10 ed. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária**: Matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

INFOMONEY. **Histórico de cotações**. 2018. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/>> Acesso em: 03 jun. 2018.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 10. ed. atual. São Paulo: Atlas, 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. et al. **Contabilidade introdutória**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2010

MÁLAGA, Flávio K. **Análise de demonstrativos financeiros e da performance empresarial**: Para empresas não financeiras. 2. ed. São Paulo: Saint Paul Editora, 2012.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa em marketing**: uma orientação aplicada. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARION, José Carlos. **Análise das demonstrações contábeis**: Contabilidade empresarial. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, Eliseu. et al. **Análise avançada das demonstrações contábeis**: Uma abordagem crítica. São Paulo: Atlas, 2012.

_____. **Manual de contabilidade societária**: Aplicável a todas as sociedades. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

MATTAR, Fauze Najib. **Administração de varejo**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

OLIVON, Beatriz. 6 investidores que fizeram fortuna na Bovespa. **EXAME**. São Paulo, 10 out. 2013. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/por-medo-de-riscos-brasileiro-continua-apegado-a-poupanca/>> Acesso em: 02 mar. 2018

PADOVEZE, Clóvis Luiz. **Contabilidade Gerencial**: Um enfoque em sistema de informação contábil. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

REIS, Tiago. 5 Indicadores para avaliar a solidez de uma empresa.

SUNORESEARCH, São Paulo, 01 ago. 2017. Disponível em:

<<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/5-indicadores-para-avaliar-solidez-de-uma-empresa/>> Acesso em: 02 mar. 2018

RIBEIRO, Osni Moura. **Demonstrações financeiras**: Mudanças na Lei das Sociedades por ações: Como era e como ficou. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. **Estrutura e análise de balanços fácil**. 8. ed. ampl. atual. São Paulo: Saraiva, 2009.

ROSS, Stephen A. et. al. **Administração Financeira**: Versão brasileira de corporate finance. Tradução de Evelyn Tesche et al. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

TANAKA, Edmilson. *Ticket Médio*: Você planeja suas vendas com base nesta métrica? **CLUBE SEBRAE**, Brasília, 31 jul. 2017. Disponível em:

<<https://clubesebrae.com.br/blog/ticket-medio-voce-planeja-suas-vendas-com-base-nesta-metrica>> Acesso em: 03 maio 2018.

VIANA, Adriana Backx Noronha. et al. **Administração de varejo com foco em casos brasileiros**. Rio de Janeiro: Grupo Editorial Nacional, 2011.

ANEXOS

ANEXO A – Balanço Patrimonial Guararapes de 2012 a 2017 – em milhões de R\$

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ATIVO TOTAL	4.240.672	4.758.289	5.941.264	6.969.805	7.561.735	7.981.777
Ativo Circulante	2.372.135	2.619.343	3.563.606	4.131.787	4.633.854	5.037.500
Caixa e Equivalentes de Caixa	297.238	232.914	358.993	367.355	616.363	410.287
Aplicações Financeiras	163.463	176.937	202.179	285.663	336.951	372.037
Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo	163.463	176.937	202.179	285.663	336.951	372.037
Títulos e Valores Mobiliários	163.463	176.937	196.122	222.135	336.951	372.037
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-	6.057	63.528	-	-
Contas a Receber	1.291.437	1.522.287	2.102.907	2.498.552	2.708.325	3.127.141
Clientes	1.291.437	1.522.287	2.102.907	2.498.552	2.708.325	3.127.141
Estoques	537.563	558.654	774.084	744.888	662.271	730.258
Tributos a Recuperar	60.735	89.817	99.730	154.522	246.750	330.437
Outros Ativos Circulantes	21.699	38.734	25.713	80.807	63.194	67.340
Outros	21.699	38.734	25.713	80.807	63.194	67.340
Ativo Não Circulante	1.868.537	2.138.946	2.377.658	2.838.018	2.927.881	2.944.277
Ativo Realizável a Longo Prazo	174.343	203.538	272.009	453.917	629.816	774.120
Tributos Diferidos	105.041	111.897	171.525	319.833	493.965	483.695
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	105.041	111.897	171.525	319.833	493.965	483.695
Outros Ativos Não Circulantes	69.302	91.641	100.484	134.084	135.851	290.425
Depósitos Judiciais e Outros	10.427	11.713	13.106	15.035	18.336	193.621
Tributos a recuperar	58.875	79.928	87.378	119.049	117.515	96.804
Investimentos	214.391	212.135	206.296	199.094	192.131	185.077
Propriedades para Investimento	214.391	212.135	206.296	199.094	192.131	185.077
Imobilizado	1.440.150	1.670.457	1.832.482	2.082.115	1.993.129	1.847.647
Intangível	39.653	52.816	66.871	102.892	112.805	137.433
Intangíveis	39.653	52.816	66.871	102.892	112.805	137.433

Passivo Total	4.240.672	4.758.289	5.941.264	6.969.805	7.561.735	7.981.777
Passivo Circulante	995.122	1.240.928	1.643.301	2.715.554	2.928.003	2.824.679
Obrigações Sociais e Trabalhistas	150.452	180.055	226.067	212.142	254.592	326.179
Obrigações Sociais	81.389	73.887	84.658	93.845	98.998	81.109
FGTS	6.210	7.568	9.009	7.451	8.211	9.023
INSS	15.472	10.488	17.863	27.168	31.415	29.917
PIS e COFINS	59.707	55.831	57.786	59.226	59.372	42.169
Obrigações Trabalhistas	69.063	106.168	141.409	118.297	155.594	245.070
Salários	2.209	3.253	555	1.608	3.948	5.975
Provisão de Férias e Encargos	52.126	62.017	66.503	78.461	94.671	96.940
Participação nos Lucros	11.130	35.201	67.944	32.567	49.629	135.062
Outros	3.598	5.697	6.407	5.661	7.346	7.093
Fornecedores	227.777	244.427	256.775	502.447	453.884	524.352
Fornecedores Nacionais	203.708	223.933	203.167	342.627	341.483	475.953
Fornecedores	24.069	20.494	53.608	342.627	267.002	403.558
Fornecedores - Confirming	-	-	-	-	74.481	72.395
Fornecedores Estrangeiros	-	-	-	159.820	112.401	48.399
Obrigações Fiscais	178.084	229.519	286.630	333.713	239.563	238.558
Obrigações Fiscais Federais	82.613	89.410	145.143	201.002	81.460	80.149
Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar	82.613	89.410	145.143	201.002	81.460	80.149
Obrigações Fiscais Estaduais	95.471	140.109	141.487	132.711	158.103	158.409
Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços - ICMS	95.471	140.109	141.487	132.711	158.103	158.409
Empréstimos e Financiamentos	148.349	170.658	212.119	836.498	931.518	581.000
Empréstimos e Financiamentos	-	-	-	836.498	863.525	258.926
Debêntures	-	-	-	-	67.993	322.074
Outras Obrigações	290.460	416.269	661.710	830.754	1.048.446	1.154.590
Outros	290.460	416.269	661.710	830.754	1.048.446	1.154.590
Dividendos a pagar	76.505	824	785	785	256	6.514
Outros Passivos	66.141	84.149	75.303	78.611	118.114	191.695
Juros sobre Capital Próprio a Pagar	0	101.602	115.037	117.327	79.250	98.899

Obrigações com Administradoras de Cartões	147.814	229.694	470.585	634.031	698.652	857.482
Instrumentos Financeiros Derivativo	-	-	-	-	152.174	-
Passivo Não Circulante	718.621	688.238	1.122.190	864.143	1.059.101	1.132.056
Empréstimos e Financiamentos	476.268	406.672	790.739	581.579	659.124	718.686
Empréstimos e Financiamentos	-	-	-	581.579	525.791	381.283
Debêntures	-	-	-	-	133.333	337.403
Outras Obrigações	112.123	137.876	162.818	177.909	223.792	258.330
Outros	112.123	137.876	162.818	177.909	223.792	258.330
Empréstimos com partes relacionadas	100.419	127.819	152.836	168.408	217.084	253.611
Outros Passivos nao circulante	11.704	10.057	9.982	9.501	6.708	4.719
Tributos Diferidos	73.974	70.181	64.961	-	-	-
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	73.974	70.181	64.961	-	-	-
Provisões	56.256	73.509	103.672	104.655	176.185	155.040
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	56.256	73.509	103.672	104.655	176.185	155.040
Provisões para Riscos Trabalhistas, Fiscais e Cíveis	56.256	73.509	103.672	104.655	176.185	155.040
Patrimônio Líquido Consolidado	2.526.929	2.829.123	3.175.773	3.390.108	3.574.631	4.025.042
Capital Social Realizado	2.000.000	2.300.000	2.600.000	2.900.000	3.100.000	3.100.000
Reservas de Lucros	362.133	368.729	419.862	338.629	327.877	782.216
Reserva Legal	81.907	81.127	90.508	106.110	116.239	141.560
Reserva de Lucros a Realizar	279.888	287.602	329.354	232.519	211.638	640.656
Dividendo Adicional Proposto	338	-	-	-	-	-
Ajustes de Avaliação Patrimonial	164.796	160.394	155.911	151.479	146.754	142.826

Fonte: BOVESPA (2018)

ANEXO B – Demonstração do Resultado do Exercício Guararapes de 2013 a 2017 - em milhões de R\$

	2013	2014	2015	2016	2017
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	4.069.090	4.728.129	5.507.306	5.921.650	6.444.659
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.651.885)	(1.824.128)	(2.181.132)	(2.347.425)	(2.338.408)
Resultado Bruto	2.417.205	2.904.001	3.326.174	3.574.225	4.106.251
Despesas/Receitas Operacionais	(1.845.402)	(2.271.367)	(2.852.121)	(3.170.592)	(3.217.627)
Despesas com Vendas	(1.436.865)	(1.789.743)	(2.267.691)	(2.536.929)	(2.713.885)
Despesas Gerais e Administrativas	(399.006)	(485.068)	(613.587)	(698.069)	(778.510)
Gerais e Administrativas	(386.248)	(470.344)	(600.651)	(685.148)	(765.752)
Honorários da Administração	(12.758)	(14.724)	(12.936)	(12.921)	(12.758)
Outras Receitas Operacionais	(9.531)	3.444	29.157	64.406	274.768
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	571.803	632.634	474.053	403.633	888.624
Resultado Financeiro	(35.458)	(29.805)	(94.762)	(128.138)	(112.848)
Receitas Financeiras	42.190	70.469	212.285	231.088	124.216
Despesas Financeiras	(77.648)	(100.274)	(307.047)	(359.226)	(237.064)
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	536.345	602.829	379.291	275.495	775.776
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	(115.761)	(122.719)	(29.076)	42.056	(205.449)
Corrente	(134.899)	(190.561)	(247.594)	(147.637)	(191.426)
Diferido	19.138	67.842	218.518	189.693	(14.023)
Resultado Líquido das Operações Continuadas	420.584	480.110	350.215	317.551	570.327
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	420.584	480.110	350.215	317.551	570.327
Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	420.584	480.110	350.215	317.551	570.327
ON	6,42	7,33	5,35	4,85	8,70
PN	7,06	8,06	5,88	5,33	9,58

Fonte: BOVESPA (2018)

ANEXO C – Demonstração dos Fluxos de Caixa Guararapes de 2013 a 2017 – em milhões de R\$

	2013	2014	2015	2016	2017
Caixa Líquido Atividades Operacionais	456.347	190.438	345.864	417.426	451.498
Caixa Gerado nas Operações	677.084	811.276	787.790	710.266	772.644
Lucro Líquido Exercício	420.584	480.110	350.215	317.551	570.327
Constituição (reversão) de provisão para créditos de liquidação duvidosa	22.867	98.844	284.571	(7.195)	19.414
Depreciação e amortização	174.743	211.521	250.767	286.062	300.093
(Ganho) perda na venda de ativo imobilizado	(263)	(5.584)	(734)	(2.084)	(651)
Imposto de renda e contribuição social diferidos	(10.649)	(64.848)	(213.268)	(190.576)	10.269
Provisão (reversão) para perdas de inventário	(341)	(3.072)	(1.186)	(10.368)	(2.110)
Provisão para riscos trabalhistas, fiscais e cíveis	25.409	39.922	11.868	87.607	(133.481)
Provisão para desvalorização de investimentos	-	-	-	208	-
Juros e variações monetárias e cambiais	58.315	79.661	187.580	263.663	43.237
Dividendos Prescritos	(153)	-	-	(529)	(398)
Juros de Títulos e valores mobiliários	(13.428)	(25.278)	(82.023)	(34.073)	(34.056)
Variações nos Ativos e Passivos	(18.900)	(415.288)	(156.483)	38.738	(50.610)
Contas a receber de clientes	(253.717)	(679.464)	(680.217)	(244.418)	(438.229)
Estoques	(20.750)	(212.358)	30.382	92.985	(65.877)
Tributos a recuperar	(50.135)	(17.363)	(86.462)	(170.722)	(62.976)
Outros ativos	(17.036)	13.021	(55.094)	17.613	(4.145)
Depósitos judiciais e outros	(1.286)	(1.393)	(1.929)	(3.043)	(60.531)
Fornecedores	16.651	12.348	245.672	(123.044)	72.554
Salários, provisões e contribuições sociais	29.603	46.012	(13.925)	41.554	71.587
"Fornecedores - ""Confirming"""	-	-	-	74.481	(2.087)
Outros passivos	16.366	(8.921)	2.826	54.172	57.796
Obrigações com administradoras de cartões	81.880	240.891	163.446	64.621	172.625
ICMS	44.637	1.378	(8.776)	25.392	306
Imposto de renda e contribuição social	134.887	190.561	247.594	209.147	208.367

Outros	(201.837)	(205.550)	(285.443)	(331.578)	(270.536)
Juros pagos	(46.118)	(41.006)	(63.901)	(55.657)	(44.404)
Imposto de renda e contribuição social pagos	(128.102)	(134.828)	(191.735)	(248.661)	(209.678)
Provisão para riscos trabalhistas, fiscais e cíveis - pagos	(11.133)	(10.929)	(10.395)	(14.131)	-
Imposto de renda na fonte do juros sobre capital proprio creditado	(16.484)	(18.787)	(19.412)	(13.129)	(16.454)
Caixa Líquido Atividades de Investimento	(415.694)	(376.178)	(529.931)	(278.909)	(172.048)
Aquisição de Títulos e valores mobiliários	-	-	(72.477)	(308.094)	(86.790)
Resgate de Títulos e valores mobiliários	-	-	71.031	227.127	86.277
Adição ao imobilizado	(386.230)	(357.598)	(483.199)	(178.046)	(126.256)
Adição ao intangível	(25.537)	(27.270)	(55.026)	(36.377)	(49.223)
Adição a propriedade para investimento	(4.805)	(1.252)	-	-	-
Recebimento pela Venda de Imobilizado	878	9.942	9.740	16.481	3.944
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	(104.977)	311.819	192.429	110.491	(485.526)
Dividendos pagos	(75.866)	(39)			
Captação de Empréstimos e financiamentos	107.892	606.181	878.409	717.326	152.689
Amortização de Empréstimos e Financiamentos	(154.498)	(203.431)	(567.575)	(858.603)	(953.347)
Captação de Empréstimos Partes Relacionadas	42.441	38.834	49.268	26.363	17.830
Amortização de empréstimos partes relacionadas	(24.946)	(28.524)	(53.480)	(4.315)	(3.531)
Juros sobre capital próprio pagos	-	(101.202)	(114.193)	(116.033)	(77.672)
Empréstimos mutuo diretores	-	-	-	(467)	172
Captação de CRI	-	-	-	146.220	-
Captação de debêntures	-	-	-	200.000	475.000
Amortização do CRI	-	-	-	-	(30.000)
Amortização de Debêntures	-	-	-	-	(66.667)
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	(64.324)	126.079	8.362	249.008	(206.076)
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	297.238	232.914	358.993	367.355	616.363
Saldo Final de Caixa e Equivalentes	232.914	358.993	367.355	616.363	410.287

Fonte: BOVESPA (2018).

ANEXO D – Balanço Patrimonial Hering de 2012 a 2017 – em milhões de R\$

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ativo Total	1.182.334	1.298.958	1.432.039	1.472.492	1.528.691	1.538.160
Ativo Circulante	851.186	934.994	1.012.153	965.638	1.014.834	1.019.690
Caixa e Equivalentes de Caixa	193.470	140.710	182.036	108.093	204.755	148.821
Contas a Receber	433.056	486.864	520.563	505.539	468.099	468.610
Clientes	429.482	478.287	510.630	494.861	449.173	455.326
Outras Contas a Receber	3.574	8.577	9.933	10.678	18.926	13.284
Outras Contas a Receber	-	4.820	2.429	6.058	18.926	12.739
Instrumentos financeiros derivativos	-	3.757	7.504	4.620	-	545
Estoques	210.996	295.569	297.008	318.343	308.086	349.535
Tributos a Recuperar	13.241	11.466	11.963	32.639	25.358	51.604
Tributos Correntes a Recuperar	13.241	11.466	11.963	32.639	25.358	51.604
Despesas Antecipadas	423	385	583	1.024	1.678	1.120
Outros Ativos Circulantes	-	-	-	-	6.858	-
Ativos Não-Correntes a Venda	-	-	-	-	6.858	-
Ativo Não Circulante	331.148	363.964	419.886	506.854	513.857	518.470
Ativo Realizável a Longo Prazo	35.494	31.178	30.089	67.877	87.509	87.897
Aplicações Financeiras Avaliadas ao Custo Amortizado	1.016	1.069	2.199	2.994	4.824	5.237
Títulos Mantidos até o Vencimento	1.016	1.069	2.199	2.994	4.824	5.237
Contas a Receber	6.798	8.145	8.140	10.730	15.374	23.312
Clientes	-	-	-	-	4.078	7.399
Outras Contas a Receber	6.798	8.145	8.140	10.730	11.296	15.913
Tributos Diferidos	18.491	16.447	14.338	39.638	42.680	46.249
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	18.491	16.447	14.338	39.638	42.680	46.249
Outros Ativos Não Circulantes	9.189	5.517	5.412	14.515	24.631	13.099
Empréstimos Compulsórios	-	-	-	-	-	2.614
Impostos a Recuperar	9.189	5.517	5.412	14.515	24.631	10.485

Investimentos	-	-	7	-	-	-
Participações Societárias	-	-	7	-	-	-
Outras Participações Societárias	-	-	7	-	-	-
Imobilizado	256.486	278.117	300.882	325.285	310.353	315.452
Imobilizado em Operação	256.486	278.117	300.882	325.285	310.353	315.452
Intangível	39.168	54.669	88.908	113.692	115.995	115.121
Intangíveis	39.168	54.669	88.908	113.692	115.995	115.121

Passivo Total	1.182.334	1.298.958	1.432.039	1.472.492	1.528.691	1.538.160
Passivo Circulante	314.979	312.785	313.667	262.072	275.152	286.346
Obrigações Sociais e Trabalhistas	36.191	36.641	40.354	42.214	44.733	40.315
Obrigações Sociais	11.472	12.104	12.913	14.256	14.794	14.234
Obrigações Trabalhistas	24.719	24.537	27.441	27.958	29.939	26.081
Fornecedores	154.688	153.138	171.373	150.953	172.034	127.172
Fornecedores Nacionais	138.567	121.249	136.720	136.156	149.967	97.620
Fornecedores Estrangeiros	16.121	31.889	34.653	14.797	22.067	29.552
Obrigações Fiscais	50.559	62.711	30.105	20.262	20.648	24.279
Obrigações Fiscais Federais	42.218	55.343	21.659	14.798	9.525	14.023
Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar	29.876	43.717	8.269	81	91	83
Pis e Cofins a Recolher	10.164	8.992	10.244	11.720	6.302	6.901
Imposto de Renda Retido na Fonte a Recolher	1.569	2.166	2.399	2.429	2.339	2.534
Outros	609	468	747	568	793	4.505
Obrigações Fiscais Estaduais	8.341	7.368	8.446	5.464	11.123	10.256
Empréstimos e Financiamentos	24.555	2.092	23.422	1.308	2.123	27.293
Empréstimos e Financiamentos	24.555	2.092	23.422	1.308	2.123	27.293
Em Moeda Nacional	24.555	2.092	23.422	1.308	2.123	27.293
Outras Obrigações	26.953	28.285	26.738	24.681	8.749	11.875
Outros	26.953	28.285	26.738	24.681	8.749	11.875
Dividendos e JCP a Pagar	443	500	551	599	627	740
Obrigações por Incentivos Fiscais	11.614	16.840	16.038	11.332	1.501	1.554

Parcelamentos Tributários e Previdenciários	7.527	3.916	840	911	987	959
Outras Contas aPagar	7.369	7.029	9.309	11.839	4.109	8.622
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-	-	-	1.525	-
Provisões	22.033	29.918	21.675	22.654	26.865	55.412
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	914	1.245	1.445	1.700	2.000	2.450
Provisões Previdenciárias e Trabalhistas	914	1.245	1.445	1.700	2.000	2.450
Outras Provisões	21.119	28.673	20.230	20.954	24.865	52.962
Provisões para Despesas Comerciais	18.265	18.999	16.738	16.766	19.246	21.532
Provisões para Despesas Administrativas	2.677	2.525	3.492	4.188	5.619	6.262
Provisões para Participação nos Resultados	177	7.149	-	-	-	25.168
Passivo Não Circulante	83.355	78.915	42.295	36.456	44.132	18.902
Empréstimos e Financiamentos	152	22.339	-	-	25.612	-
Empréstimos e Financiamentos	152	22.339	-	-	25.612	-
Em Moeda Nacional	152	22.339	-	-	-	-
Outras Obrigações	71.456	46.761	31.719	25.197	5.629	4.604
Outros	71.456	46.761	31.719	25.197	5.629	4.604
Obrigações por Incentivos Fiscais	37.241	25.417	13.215	3.218	2.029	619
Parcelamentos Tributários e Previdenciários	14.772	11.697	7.758	7.488	3.339	2.505
Benefícios a empregados	19.121	9.507	10.616	14.372	154	1.387
Outras contas a pagar	322	140	130	119	107	93
Provisões	11.747	9.815	10.576	11.259	12.891	14.298
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	8.829	6.935	7.546	9.471	10.908	14.194
Provisões Fiscais	496	2.747	2.915	3.117	2.667	2.770
Provisões Previdenciárias e Trabalhistas	6.471	2.359	2.539	2.607	4.152	7.108
Provisões Cíveis	1.862	1.829	2.092	3.747	4.089	4.316
Outras Provisões	2.918	2.880	3.030	1.788	1.983	104
Provisões para Despesas Administrativas	2.918	2.880	3.030	1.788	1.983	104
Patrimônio Líquido Consolidado	784.000	907.258	1.076.077	1.173.964	1.209.407	1.232.912
Capital Social Realizado	235.974	239.435	313.086	346.368	359.424	369.618
Reservas de Capital	6.602	10.209	3.114	(20.754)	21.471	30.815

Ações em Tesouraria	-	-	(11.882)	(41.323)	(4.614)	-
Plano de Opções de Ações	6.602	10.209	14.996	20.569	26.085	30.815
Reservas de Lucros	533.254	647.550	747.536	836.773	822.864	825.458
Reserva Legal	47.196	47.887	47.525	28.302	38.273	51.462
Reserva de Retenção de Lucros	181.334	338.412	332.125	344.178	230.066	70.363
Reserva de Incentivos Fiscais	-	-	-	424.299	554.525	703.633
Dividendo Adicional Proposto	119.883	49.993	49.998	39.994	-	-
Outras Reservas de Lucros	184.841	211.258	317.888	-	-	-
Ajustes de Avaliação Patrimonial	8.170	7.943	7.714	7.484	7.258	7.021
Correção Monetária de Ativos Próprios	8.170	7.943	7.714	7.484	7.258	7.021
Outros Resultados Abrangentes	-	2.121	4.618	4.093	(1.610)	-
Ajuste de Avaliação Patrimonial - Instrumentos financeiros hedge accounting	-	2.121	4.618	4.093	(1.610)	-
Participação dos Acionistas Não Controladores	-	-	9	-	-	-

Fonte: BOVESPA (2018)

ANEXO E – Demonstração do Resultado do Exercício Hering de 2013 a 2017 – em milhões de R\$

	2013	2014	2015	2016	2017
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	1.679.779	1.678.294	1.588.889	1.475.137	1.562.321
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	(921.234)	(944.533)	(961.335)	(893.111)	(872.273)
Resultado Bruto	758.545	733.761	627.554	582.026	690.048
Despesas/Receitas Operacionais	(353.542)	(376.495)	(411.855)	(431.104)	(490.300)
Despesas com Vendas	(261.977)	(292.126)	(318.494)	(325.344)	(350.425)
Despesas Gerais e Administrativas	(68.891)	(70.962)	(75.418)	(82.252)	(93.196)
Remuneração dos Administradores	(7.546)	(8.315)	(8.578)	(9.084)	(9.338)
Gerais e Administrativas	(45.626)	(44.965)	(45.511)	(44.601)	(51.174)
Depreciação e Amortização	(15.719)	(17.682)	(21.329)	(28.567)	(32.684)
Outras Receitas Operacionais	5.374	3.556	11.854	12.678	19.918
Outras Despesas Operacionais	(28.048)	(16.963)	(29.797)	(36.186)	(66.597)
Participação no Resultado	(17.125)	(668)	-	-	(25.168)
Outras Despesas Operacionais	(10.923)	(16.295)	(29.797)	(36.186)	(41.429)
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	405.003	357.266	215.699	150.922	199.748
Resultado Financeiro	28.759	34.347	39.476	46.678	79.109
Receitas Financeiras	59.941	64.765	77.961	90.967	107.793
Despesas Financeiras	(31.182)	(30.418)	(38.485)	(44.289)	(28.684)
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	433.762	391.613	255.175	197.600	278.857
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	(115.590)	(72.746)	25.995	1.817	(15.076)
Corrente	(116.654)	(74.042)	1.631	1.766	(19.090)
Diferido	1.064	1.296	24.364	51	4.014
Resultado Líquido das Operações Continuadas	318.172	318.867	281.170	199.417	263.781
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	318.172	318.867	281.170	199.417	263.781
Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	318.172	318.858	281.170	199.417	263.781
Atribuído a Sócios Não Controladores	-	9	-	-	-
Lucro Básico por Ação ON	1,93	1,94	1,74	1,24	1,64
Lucro Diluído por Ação ON	1,92	1,92	1,71	1,21	1,60

Fonte: BOVESPA (2018)

ANEXO F – Demonstração dos Fluxos de Caixa Hering de 2013 a 2017 – em milhões de R\$

	2013	2014	2015	2016	2017
Caixa Líquido Atividades Operacionais	224.638	297.688	232.654	287.746	250.999
Caixa Gerado nas Operações	361.396	376.020	330.339	271.135	342.707
Lucro líquido do exercício	318.172	318.867	281.170	199.417	263.781
IR e CS diferidos líquidos	(1.064)	(1.296)	(24.364)	(51)	(4.014)
Variação monetária cambial e juros	1.421	1.774	663	804	2.994
Depreciação e amortização	33.991	38.569	47.177	56.647	61.189
Provisão para perda de créditos de liquidação duvidosa	5.519	5.280	5.838	11.922	12.361
Resultado na venda de ativos permanentes	1.094	973	551	438	292
Plano de opção para compra de ações	3.607	4.787	5.573	5.516	4.730
Provisão para ajuste a valor de realização de estoque	(1.410)	2.297	7.573	6.237	(2.561)
Provisão para contingência	3.373	3.404	4.358	4.579	6.446
Benefícios a empregados	(3.307)	1.365	1.800	(14.374)	103
Empréstimo compulsório	-	-	-	-	(2.614)
Variações nos Ativos e Passivos	(136.758)	(78.332)	(97.685)	16.611	(91.708)
(Aumento) redução em contas a receber	(54.324)	(37.623)	9.931	29.688	(21.835)
(Aumento) nos estoques	(83.163)	(3.736)	(28.908)	4.020	(38.888)
(Aumento) redução em impostos a recuperar	5.447	(392)	(29.779)	(2.835)	(12.100)
(Aumento) redução em outros ativos	(3.098)	2.235	(4.574)	(9.468)	1.583
Aumento (redução) em fornecedores	(1.550)	18.235	(20.420)	21.081	(44.862)
Aumento (redução) em contas a pagar e provisões	2.506	(4.576)	1.683	(11.074)	24.502
Aumento em IRPJ e CSLL	113.345	69.957	14.051	5.198	11.428
IRPJ e CSLL Pagos	(99.504)	(105.405)	(22.239)	(5.188)	(11.436)
(Redução) em obrigações tributárias	(14.973)	(15.256)	(16.557)	(14.717)	1.420
Juros pagos por empréstimos	(1.444)	(1.771)	(873)	(94)	(1.520)
Caixa Líquido Atividades de Investimento	(72.217)	(96.553)	(96.915)	(51.314)	(58.848)
Aquisições de imobilizado	(49.655)	(54.625)	(63.650)	(31.964)	(40.197)

Aquisições de ativo intangível	(22.562)	(41.921)	(33.265)	(19.350)	(18.651)
Aquisições de investimento	-	(7)	-	-	-
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	(205.181)	(159.809)	(209.682)	(139.770)	(248.085)
Aumento de capital	3.461	-	-	-	8.925
Aplicações financeiras	(53)	(1.130)	(795)	(1.830)	(413)
Juros sobre capital próprio e dividendos	(208.337)	(145.785)	(141.995)	(164.033)	(259.870)
Empréstimos tomados	25.278	964	1.652	27.025	-
Pagamentos de empréstimos	(25.530)	(1.976)	(23.556)	(1.308)	(1.916)
Aquisição de ações para tesouraria	-	(11.882)	(44.988)	-	-
Alienação de ações em tesouraria, pelo exercício de opção de compra	-	-	-	376	5.189
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	(52.760)	41.326	(73.943)	96.662	(55.934)
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	193.470	140.710	182.036	108.093	204.755
Saldo Final de Caixa e Equivalentes	140.710	182.036	108.093	204.755	148.821

Fonte: BOVESPA (2018).

ANEXO G – Balanço Patrimonial Renner de 2013 a 2017 – em milhões de R\$

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ativo Total	3.770.028	4.515.524	5.321.540	5.863.719	6.475.212	7.547.658
Ativo Circulante	2.496.890	3.001.262	3.499.343	3.721.211	4.085.477	4.907.941
Caixa e Equivalentes de Caixa	683.270	801.592	834.340	737.527	894.881	1.059.873
Aplicações Financeiras	-	-	-	-	-	82.360
Aplicações Financeiras Avaliadas a Valor Justo	-	-	-	-	-	82.360
Títulos para Negociação	-	-	-	-	-	31.578
Títulos Disponíveis para Venda	-	-	-	-	-	50.782
Contas a Receber	1.310.155	1.621.130	1.981.179	2.268.184	2.266.291	2.696.993
Clientes	1.279.698	1.572.443	1.908.518	2.119.836	2.209.271	2.644.258
Outras Contas a Receber	30.457	48.687	72.661	148.348	57.020	52.735
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-	-	99.469	366	6.917
Outras Contas a Receber	-	-	-	48.879	56.654	45.818
Estoques	454.011	506.990	612.300	622.534	782.266	923.176
Tributos a Recuperar	47.598	68.374	68.127	87.630	135.841	140.273
Tributos Correntes a Recuperar	47.598	68.374	68.127	87.630	135.841	140.273
Despesas Antecipadas	1.856	3.176	3.397	5.336	6.198	5.266
Ativo Não Circulante	1.273.138	1.514.262	1.822.197	2.142.508	2.389.735	2.639.717
Ativo Realizável a Longo Prazo	131.036	128.648	149.985	176.446	244.376	299.809
Contas a Receber	2.042	5.249	7.498	8.563	10.692	9.299
Outras Contas a Receber	2.042	5.249	7.498	8.563	10.692	9.299
Estoques	-	-	-	51	-	-
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-	-	51	-	-
Tributos Diferidos	93.517	84.925	95.670	97.899	156.616	199.211
Imposto de Renda e Contribuição Social Diferidos	93.517	84.925	95.670	97.899	156.616	199.211
Despesas Antecipadas	-	-	-	-	-	353
Outros Ativos Não Circulantes	35.477	38.474	46.817	69.933	77.068	90.946

Depósitos judiciais	7.021	6.893	6.833	10.825	10.444	10.615
Impostos a recuperar	28.456	31.581	39.984	59.108	66.624	80.331
Investimentos	63	63	63	63	46	46
Participações Societárias	63	63	63	63	46	46
Outras Participações Societárias	63	63	63	63	46	46
Imobilizado	846.204	1.063.348	1.304.065	1.544.202	1.645.069	1.813.627
Imobilizado em Operação	790.084	957.447	1.124.371	1.312.231	1.540.885	1.672.346
Imobilizado Arrendado	30.741	30.121	29.501	28.881	28.261	27.641
Imobilizado em Andamento	25.379	75.780	150.193	203.090	75.923	113.640
Intangível	295.835	322.203	368.084	421.797	500.244	526.235
Intangíveis	179.156	205.524	251.405	305.118	383.565	409.556
Outros	160.278	185.264	220.441	289.042	348.545	379.171
Intangível arrendado	18.878	20.260	30.964	16.076	35.020	30.385
Goodwill	116.679	116.679	116.679	116.679	116.679	116.679

Passivo Total	3.770.028	4.515.524	5.321.540	5.863.719	6.475.212	7.547.658
Passivo Circulante	1.725.212	1.932.589	2.037.362	2.319.127	2.917.751	2.941.712
Obrigações Sociais e Trabalhistas	103.317	101.944	142.015	174.704	179.470	233.338
Obrigações Sociais	24.059	14.802	17.353	35.846	43.402	54.863
Encargos sociais	24.059	14.802	17.353	35.846	43.402	54.863
Obrigações Trabalhistas	79.258	87.142	124.662	138.858	136.068	178.475
Salários a pagar	79.258	87.142	124.662	138.858	136.068	178.475
Fornecedores	456.484	471.384	561.480	553.453	679.721	842.254
Fornecedores Nacionais	456.484	471.384	561.480	553.453	679.721	842.254
Obrigações Fiscais	244.089	254.898	320.582	342.976	404.760	470.989
Obrigações Fiscais Federais	121.841	144.785	178.476	178.697	245.274	279.550
Imposto de Renda e Contribuição Social a Pagar	56.624	68.793	79.735	83.629	145.623	177.577
Outros impostos federais	65.217	75.992	98.741	95.068	99.651	101.973
Obrigações Fiscais Estaduais	121.013	108.717	139.845	160.080	157.228	188.642
Obrigações Fiscais Municipais	1.235	1.396	2.261	4.199	2.258	2.797

Empréstimos e Financiamentos	670.248	735.599	559.537	706.589	996.171	516.839
Empréstimos e Financiamentos	639.665	695.966	374.870	440.064	610.730	170.480
Em Moeda Nacional	559.951	619.234	340.127	419.871	421.060	161.419
Em Moeda Estrangeira	79.714	76.732	34.743	20.193	189.670	9.061
Debêntures	23.652	32.440	180.537	258.196	382.920	336.469
Financiamento por Arrendamento Financeiro	6.931	7.193	4.130	8.329	2.521	9.890
Outras Obrigações	232.315	351.271	429.750	511.539	623.973	842.296
Outros	232.315	351.271	429.750	511.539	623.973	842.296
Dividendos e JCP a Pagar	71.402	50.700	63.113	98.107	149.809	170.112
Dividendo Mínimo Obrigatório a Pagar	18.197	46.778	49.542	39.807	-	-
Aluguéis a pagar	31.671	34.672	41.266	51.152	55.608	59.393
Outras obrigações	46.704	99.255	67.184	68.842	62.265	74.252
Participações estatutárias	6.369	5.615	11.657	9.944	6.870	10.821
Obrigações com Administradora de Cartões	57.972	114.251	196.988	241.086	291.891	524.581
Instrumentos Financeiros Derivativos	-	-	-	2.601	57.530	3.137
Provisões	18.759	17.493	23.998	29.866	33.656	35.996
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	18.759	17.493	23.998	29.866	33.656	35.996
Provisões Cíveis	12.436	13.175	14.974	15.201	20.188	20.654
Provisões para riscos trabalhistas	6.323	4.318	9.024	14.665	13.468	15.342
Passivo Não Circulante	739.133	1.089.682	1.428.910	1.233.696	920.665	1.382.500
Empréstimos e Financiamentos	645.159	1.046.846	1.395.469	1.196.423	879.749	1.353.977
Empréstimos e Financiamentos	12.138	-	457.770	468.220	464.040	759.369
Em Moeda Nacional	12.138	-	457.770	468.220	464.040	628.994
Em Moeda Estrangeira	-	-	-	-	-	130.375
Debêntures	596.622	1.015.689	887.839	687.100	346.212	535.712
Financiamento por Arrendamento Financeiro	36.399	31.157	49.860	41.103	69.497	58.896
Outras Obrigações	18.080	10.564	7.182	2.425	3.560	2.440
Outros	18.080	10.564	7.182	2.425	3.560	2.440
Impostos e contribuições a recolher	541	432	300	169	52	11
Outros	17.539	10.132	6.882	2.256	3.508	2.429

Provisões	75.894	32.272	26.259	34.848	37.356	26.083
Provisões Fiscais Previdenciárias Trabalhistas e Cíveis	75.894	32.272	26.259	34.848	37.356	26.083
Provisões Fiscais	75.894	32.272	26.259	34.848	37.356	26.083
Patrimônio Líquido Consolidado	1.305.683	1.493.253	1.855.268	2.310.896	2.636.796	3.223.446
Capital Social Realizado	461.595	719.735	750.853	1.136.124	1.178.368	2.556.896
Reservas de Capital	207.768	220.907	245.860	266.275	279.268	66.428
Reserva Especial de Ágio na Incorporação	118.165	118.165	118.165	118.165	118.165	-
Opções Outorgadas	89.603	102.742	127.695	154.126	180.124	94.285
Ações em Tesouraria	-	-	-	(6.016)	(19.021)	(27.857)
Reservas de Lucros	637.061	547.794	839.257	844.271	1.216.985	596.022
Reserva Legal	19.582	39.952	63.523	92.465	123.718	36.634
Reserva de Incentivos Fiscais	-	-	-	-	-	23.669
Dividendo Adicional Proposto	166.954	58.507	67.118	79.137	76.816	96.247
Reserva para investimento e expansão	450.525	449.335	708.616	672.669	1.016.451	439.472
Ajustes de Avaliação Patrimonial	(741)	4.817	19.298	63.967	(37.728)	2.496
Ajustes Acumulados de Conversão	-	-	-	259	(97)	1.604

Fonte: BOVESPA (2018).

ANEXO H – Demonstração do Resultado do Exercício Renner de 2013 a 2017

	2013	2014	2015	2016	2017
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	4.370.946	5.216.820	6.145.198	6.451.578	7.444.305
Receita líquida com venda de mercadorias	3.913.809	4.642.611	5.450.852	5.721.757	6.600.073
Receita líquida com produtos e serviços financeiros	457.137	574.209	694.346	729.821	844.232
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	(1.868.202)	(2.165.915)	(2.511.352)	(2.575.083)	(2.944.913)
Custo das vendas de mercadorias	(1.850.807)	(2.143.141)	(2.466.180)	(2.536.630)	(2.922.882)
Custo dos produtos e serviços financeiros	(17.395)	(22.774)	(45.172)	(38.453)	(22.031)
Resultado Bruto	2.502.744	3.050.905	3.633.846	3.876.495	4.499.392
Despesas/Receitas Operacionais	(1.852.306)	(2.248.855)	(2.700.593)	(2.900.805)	(3.412.154)
Despesas com Vendas	(1.030.055)	(1.171.753)	(1.389.728)	(1.547.462)	(1.792.022)
Despesas Gerais e Administrativas	(330.255)	(397.998)	(469.389)	(521.149)	(610.734)
Perdas pela Não Recuperabilidade de Ativos	(142.489)	(188.460)	(281.141)	(262.203)	(255.835)
Outras Receitas Operacionais	31.494	15.034	48.741	71.455	13.501
Outras Despesas Operacionais	(381.001)	(505.678)	(609.076)	(641.446)	(767.064)
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	650.438	802.050	933.253	975.690	1.087.238
Resultado Financeiro	(67.724)	(93.875)	(104.586)	(103.310)	(83.101)
Receitas Financeiras	52.345	93.088	93.853	87.472	59.058
Despesas Financeiras	(120.069)	(186.963)	(198.439)	(190.782)	(142.159)
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	582.714	708.175	828.667	872.380	1.004.137
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	(175.310)	(236.755)	(249.829)	(247.322)	(271.458)
Corrente	(169.581)	(266.888)	(275.069)	(253.651)	(334.774)
Diferido	(5.729)	30.133	25.240	6.329	63.316
Resultado Líquido das Operações Continuadas	407.404	471.420	578.838	625.058	732.679
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	407.404	471.420	578.838	625.058	732.679
Atribuído a Sócios da Empresa Controladora	407.404	471.420	578.838	625.058	732.679
Lucro Básico por Ação ON	3,25	3,73	0,88	0,91	1,06
Lucro Diluído por Ação ON	3,20	3,73	0,85	0,91	1,05

Fonte: BOVESPA (2018).

ANEXO I – Demonstração dos Fluxos de Caixa Renner de 2013 a 2017 – em milhões de R\$

	2013	2014	2015	2016	2017
Caixa Líquido Atividades Operacionais	375.372	591.108	771.604	914.208	845.590
Caixa Gerado nas Operações	844.375	1.117.966	1.354.276	1.389.893	1.630.271
Lucro líquido do período	407.404	471.420	578.838	625.058	732.679
Depreciações e amortizações	167.437	212.732	264.780	311.261	329.051
Resultado Venda ou Baixa de Ativos imobilizado	2.628	2.386	12.324	21.677	6.337
Despesa com juros de empréstimos e financiamentos	83.429	131.470	155.660	150.897	120.703
Plano de Opção de Compra de Ações	13.139	24.953	26.431	27.330	39.727
Provisão p/ Riscos Tributários, Cíveis e Trabalhistas	(16.114)	492	14.457	6.298	(8.933)
Tributos Diferidos	175.310	236.755	249.829	247.322	271.458
Perda (ganho) com derivativo	(3.738)	(3.713)	1.931	12.824	-
Variação cambial	(2.198)	(1.863)	(3.840)	86	(892)
Provisão para ajuste ao valor líquido realizável	3.881	12.241	388	8.855	8.759
Provisões para perdas em ativos	12.285	30.058	52.440	(22.539)	130.635
Custo de estruturação de debêntures	912	1.035	1.038	824	747
Variações nos Ativos e Passivos	(247.211)	(188.948)	(197.794)	(132.399)	(377.995)
Contas a receber de clientes	(305.471)	(359.595)	(244.913)	(80.505)	(535.420)
Estoques	(55.873)	(124.342)	(29.393)	(156.662)	(166.320)
Perdas/ganhos não realizadas com derivativos	8.421	21.941	-	-	-
Outros ativos circulantes	(41.217)	(29.438)	(55.769)	(72.560)	4.240
Depósitos Judiciais	(152)	60	-	-	-
Financiamento - operações serviços financeiros	59.395	143.318	46.087	(830)	(98.130)
Financiamentos das importações	(2.982)	(68.290)	(8.442)	-	-
Fornecedores	17.046	92.192	(6.047)	126.774	164.618
Obrigações sociais e trabalhistas	7.884	37.520	32.690	3.436	47.990
Obrigações fiscais	(36.183)	36.101	16.247	1.086	36.188
Outras obrigações	42.888	(33.788)	(525)	(5.325)	10.908

Aluguéis a pagar	3.002	6.594	9.886	4.456	3.785
Obrigações estatutárias	(249)	6.042	(1.713)	(3.074)	3.816
Obrigações com Administradora de Cartões	56.280	82.737	44.098	50.805	232.690
Aumento em aplicações financeiras	-	-	-	-	(82.360)
Outros	(221.792)	(337.910)	(384.878)	(343.286)	(406.686)
Pagamento de imposto de renda e contribuição social	(168.366)	(232.598)	(284.359)	(193.074)	(304.639)
Pagamento de juros sobre empréstimos e financiamentos	(53.426)	(105.312)	(100.519)	(150.212)	(102.047)
Caixa Líquido Atividades de Investimento	(411.939)	(477.242)	(570.954)	(476.917)	(545.516)
Aquisições do imobilizado	(342.987)	(395.989)	(443.819)	(340.541)	(440.280)
Aquisições do intangível	(69.134)	(81.576)	(127.493)	(136.653)	(110.083)
Recebimento por venda de ativos fixos	182	323	358	277	4.847
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	154.889	(81.118)	(297.845)	(279.288)	(129.232)
Empréstimos tomados	37.513	75.118	85.975	216.038	864.536
Aumento de capital social	32.878	31.118	30.963	42.244	60.678
Pagamento de empréstimos	(49.564)	(17.861)	(218.984)	(263.024)	(782.630)
Contraprestação de arrendamento mercantil financeiro	(8.831)	(14.354)	(10.829)	(21.093)	(8.283)
Juros sobre capital próprio e dividendos pagos	(256.116)	(155.139)	(178.954)	(240.448)	(253.337)
Pagamento de custos de estruturação de debêntures	(991)	-	-	-	(1.360)
Valor recebido pela emissão de debêntures	400.000	-	-	-	-
Recompa de Ações	-	-	(6.016)	(13.005)	(8.836)
Variação Cambial s/ Caixa e Equivalentes	-	-	382	(649)	(5.850)
Aumento (Redução) de Caixa e Equivalentes	118.322	32.748	(96.813)	157.354	164.992
Saldo Inicial de Caixa e Equivalentes	683.270	801.592	834.340	737.527	894.881

Fonte: BOVESPA (2018).

ANEXO J – Resumo dos indicadores e desempenhos

	Evolução de 2013 ao final de 2017			Ranking de desempenho: os melhores desempenhos recebem o menor valor		
	Guararapes	Hering	Renner	Guararapes	Hering	Renner
Giro ativo	-8,3%	-24,8%	0,6%	2	3	1
Giro estoques	11,4%	-27,1%	-11,2%	1	3	2
PME	-10,3%	37,1%	12,6%	1	3	2
PMR	30,9%	7,1%	-0,1%	3	2	1
PMP	44,0%	2,7%	4,1%	1	3	2
Ciclo operacional	10,6%	22,4%	5,5%	2	3	1
Ciclo financeiro	1,8%	31,1%	6,7%	1	3	2
Vendas líq. m²	4,3%	-20,9%	13,1%	2	3	1
LOP m²	19,6%	-51,1%	12,1%	1	3	2
SSS	18,1%	-18,0%	41,9%	2	3	1
Ticket médio	28,3%	25,0%	22,8%	1	2	3
Subtotal indicadores operacionais				17	31	18
RSPL	-4,4%	-42,6%	-14,1%	1	3	2
RSA	-21,5%	-32,9%	6,3%	2	3	1
ROIC	13,0%	-63,5%	7,5%	1	3	2
Subtotal indicadores de rentabilidade				4	9	5
M. Bruta	7,3%	-2,2%	5,6%	1	3	2
M. Operacional	-1,88%	-47,0%	-1,85%	2	3	1
M. Líquida	-14,4%	-10,9%	5,6%	3	2	1
Nopat	-1,88%	-47,0%	-1,85%	2	3	1
Subtotal indicadores de lucratividade				8	11	5
ILC	-15,5%	19,1%	7,4%	3	1	2

Índ. Liq. Real	-2,9%	-6,2%	3,8%	2	3	1
CGL	60,5%	17,9%	84,0%	2	3	1
NCG	68,6%	19,4%	40,3%	3	1	2
FCL	587,4%	26,1%	-920,6%	2	3	1
Subtotal indicadores de liquidez				12	11	7
IE	22,3%	-34,2%	-14,4%	3	1	2
IPCT	44,2%	-42,7%	-33,7%	3	1	2
ICE	11,0%	17,5%	6,4%	2	3	1
Dív.Liq/FCO	128,8%	10,2%	-61,5%	3	2	1
GAF	29,7%	54,2%	43,0%	3	1	2
Subtotal indicadores de endividamento				14	8	8
PONTUAÇÃO TOTAL				55	70	43
TRA				30,8%	-26,1%	157,0%



UNIVATES

R. Avelino Tallini, 171 | Bairro Universitário | Lajeado | RS | Brasil
CEP 95900.000 | Cx. Postal 155 | Fone: (51) 3714.7000
www.univates.br | 0800 7 07 08 09